



ESPE
UNIVERSIDAD DE LAS FUERZAS ARMADAS
INNOVACIÓN PARA LA EXCELENCIA

UNIVERSIDAD DE LAS FUERZAS ARMADAS

**VICERRECTORADO DE INVESTIGACIÓN Y VINCULACIÓN
CON LA COLECTIVIDAD**

DIRECCIÓN DE POSTGRADO

**“PROPUESTAS ESTRATÉGICAS PARA LA TOMA DE
DECISIONES Y EVALUACIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA
EN PERÍODO DE CRISIS COSSFA S.A.”**

**ELIZABETH ALMEIDA TORRES
ALEXANDRA CÁRDENAS GARCÍA**

**Segundo proyecto de grado previo a la obtención del título:
MAGÍSTER EN FINANZAS EMPRESARIALES (MFE)**

SANGOLQUÍ, 2013

UNIVERSIDAD DE LAS FUERZAS ARMADAS**DIRECCIÓN DE POSGRADO****CERTIFICADO**

ECON. FRANCISCO VIZCAÍNO

CERTIFICA

Que el trabajo titulado **“PROPUESTAS ESTRATÉGICAS PARA LA TOMA DE DECISIONES Y EVALUACIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA EN PERÍODO DE CRISIS COSSFA S.A.”**, fue realizado en su totalidad por las Señoras **WILMA ELIZABETH ALMEIDA TORRES** y **MIRIAN ALEXANDRA CÁRDENAS GARCÍA** como requerimiento parcial a la obtención del Título de **MAGÍSTER EN FINANZAS EMPRESARIALES (MFE)**.

Sangolquí, octubre 2013.

ECO. FRANCISCO VIZCAÍNO
DIRECTOR

**UNIVERSIDAD DE LAS FUERZAS ARMADAS
DIRECCIÓN DE POSGRADO**

DECLARACIÓN DE RESPONSABILIDAD

**WILMA ELIZABETH ALMEIDA TORRES
MIRIAN ALEXANDRA CÁRDENAS GARCÍA**

DECLARAMOS QUE:

El proyecto de grado denominado **“PROPUESTAS ESTRATÉGICAS PARA LA TOMA DE DECISIONES Y EVALUACIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA EN PERÍODO DE CRISIS COSSFA S.A.”**, ha sido desarrollado con base a una investigación exhaustiva, respetando derechos intelectuales de terceros, conforme las citas que constan en los pies de página y párrafos correspondientes, cuyas fuentes se incorporan en la bibliografía.

Consecuentemente este trabajo es nuestra autoría. En virtud de esta declaración, nos responsabilizamos del contenido, veracidad y alcance científico de este proyecto de grado.

Sangolquí, octubre 2013.

Wilma Elizabeth Almeida Torres

Mirian Alexandra Cárdenas García

UNIVERSIDAD DE LAS FUERZAS ARMADAS

DIRECCIÓN DE POSGRADO

AUTORIZACIÓN

**WILMA ELIZABETH ALMEIDA TORRES
MIRIAN ALEXANDRA CÁRDENAS GARCÍA**

AUTORIZAMOS QUE:

Autorizamos a la ESPE la publicación del Proyecto de Grado **“PROPUESTAS ESTRATÉGICAS PARA LA TOMA DE DECISIONES Y EVALUACIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA EN PERÍODO DE CRISIS COSSFA S.A.”** cuyo contenido, ideas y criterios son de nuestra exclusiva responsabilidad y autoría.

Sangolquí, octubre 2013.

Wilma Elizabeth Almeida Torres

Mirian Alexandra Cárdenas García

DEDICATORIA

Este proyecto lo dedico a Dios, que me ha dado la salud, vida y fortaleza necesaria para sobrellevar los inconvenientes presentados en el camino y por todas sus bendiciones.

A mi esposo, mis hijos que son el motor de mi vida, a mi madre y su esposo, quienes han estado ahí cuando más los necesitaba.

Wilma Elizabeth Almeida Torres

DEDICATORIA

A Dios por regalarme la vida, para poder cumplir mis objetivos, y las enseñanzas que nos permite vivir día a día y por sus bendiciones diarias.

A mí querido y amado esposo Ricardo, por ser la fuente de superación que esta junto a mí y camina a mi lado, por ser mi compañero y amigo de vida por sus palabras y apoyo permanente en mis decisiones.

A mi pequeña hija Bianca, que a pesar de ser tan chiquita me da lecciones muy grandes, espero ser el mejor ejemplo que puedas tener en tu camino, de este viaje que se llama vida. Y a ti mamita, gracias por ser mi soporte y apoyarme siempre.

Mirian Alexandra Cárdenas García

AGRADECIMIENTO

“La gratitud no es la única virtud, pero es la madre de todas las demás”. Marcus Tullius.

En primer lugar le doy gracias a Dios, por sus bendiciones y ser mi guía y pilar principal en cada momento, por fortalecer mi corazón e iluminar mi mente y por haber puesto en mi camino a aquellas personas que de una u otra manera contribuyeron a la elaboración de este proyecto.

Agradezco profundamente a mi familia por su esfuerzo, comprensión, apoyo y constante motivación en mi crecimiento personal y profesional; sin ellos no hubiese sido posible alcanzar este nuevo logro.

Un agradecimiento especial a mi amiga y compañera de proyecto por su amistad, dedicación y persistencia constante, con quien he compartido los logros y retos presentados. A nuestro tutor, por la asesoría y paciencia brindada en el desarrollo de este nuevo capítulo de mi vida.

Agradezco a la Corporación por su auspicio y facilidades brindadas para que los proyectos presentados puedan llevarse a cabo.

Wilma Elizabeth Almeida Torres

AGRADECIMIENTO

En primer lugar quiero darle gracias a Dios por ser mi guía en este camino, lleno de desafíos pero sobre todo de esperanza, fe y amor.

Un gracias con letras mayúsculas a mi padre desde el cielo que me enseñó a luchar por mis metas e ideales, y seguir mis sueños. A mi madre, mi pilar en mi camino, mi guía y mi consuelo y por apoyarme en mis decisiones y a asumir las consecuencias de las mismas.

Gracias a mi esposo y a mi hija por su apoyo y fortaleza para el cumplimiento de este nuevo objetivo. Gracias a mi amiga por el camino recorrido, siempre apoyándonos y dándonos ánimo permanentemente, por lo aprendido y lo vivido.

Gracias a mi Director de proyecto, por su paciencia y tiempo, el resultado de este trabajo no sería lo mismo sin su experiencia, conocimiento y calidad humana.

Mirian Alexandra Cárdenas García

ÍNDICE DE CONTENIDOS

CAPÍTULO I.....	1
ANTECEDENTE Y DISEÑO CONCEPTUAL DE LA INVESTIGACION.....	1
1.1 Introducción.....	1
1.2 Determinación del Problema	7
1.3 Justificación e Importancia	10
1.4 Objetivos.....	11
1.4.1 Objetivo General.....	11
1.4.2 Objetivos Específicos	12
1.5 Delimitación del Tema	12
1.6 Limitaciones de la Investigación	12
1.7 Marco Teórico	13
CAPÍTULO II.....	22
DIAGNÓSTICO DE LA EMPRESA EN CRISIS.....	22
2.1 Situación del sector del retail.....	22
2.1.1 Competencia	25
2.2 Situación de la Compañía	26
2.3 Evaluación económica – financiera.....	27
2.3.1 Estados Financieros Comparativos.....	27
2.3.2 Análisis de rentabilidad	33
2.3.3 Punto de equilibrio	36
2.3.4 Análisis DUPONT	37
2.3.5 Análisis de flujo de caja.....	39
2.3.6 Análisis de ventas por forma de pago.....	42
2.3.7 Ventas por segmento de cliente	45
2.3.8 Análisis de pérdidas y ganancias por punto de ventas.....	46
2.3.9 Análisis de la Z de Altman	50
2.3.10 Análisis EVA	53
2.4 Evaluación de la gravedad de la crisis en COSSFA S.A.....	56
2.4.1 Análisis FODA	56
2.4.1.1 Análisis interno.....	57
2.4.1.2 Análisis externo	59
2.4.2 Identificación de los niveles de crisis	60
2.4.2.1 Nivel 1: Crisis en potencia	61

2.4.2.2 Nivel 2: Crisis en desarrollo	64
2.4.2.3 Nivel 3: Crisis total.....	67
CAPÍTULO III.....	70
ESTRATEGIA DE RECUPERACIÓN	70
3.1 Definir el campo de acción	72
3.2 Tomar rápidamente las primeras medidas operativas	73
3.2.1 Redefinición de la propuesta de valor.....	74
3.2.2 Ajuste de la capacidad de las ventas	74
3.2.3 Redefinición de la estrategia de precios, productos y clientes	75
3.2.4 Focalización en los buenos clientes y productos	77
3.2.5 Reducción de stocks.....	77
3.2.6 Controlar la caja, la rentabilidad y costos.....	78
3.2.7 Reestructuración de deuda.....	79
3.2.8 Redimensionamiento de estructura y plantillas.....	79
3.3 Controlar y medir las acciones	81
3.4 Comunicación constante.....	81
3.5 Liderazgo.....	82
3.6 Valoración financiera	83
3.6.1 Principales hipótesis	84
3.6.2 Estados Financieros	94
3.6.3 Flujo Libre de Caja	98
3.6.4 Tasa de Descuento	100
3.6.4.1 Componentes WACC	100
3.6.5 Flujo libre descontado.....	105
3.6.6 Análisis de Sensibilidad.....	106
CAPÍTULO IV	109
OTRAS PROPUESTAS ESTRATÉGICAS.....	109
4.1 Liquidación	111
4.1.1 Valoración Financiera.....	112
4.1.2 Proceso de Liquidación.....	116
4.1.2.1 Disolución.....	117
4.1.2.2 Liquidación	117
4.1.2.3 Cancelación	118
4.2 Venta y/o Fusión.....	118
4.2.1 Venta.....	119
4.2.2 Fusión	121

4.3 Valoración financiera de empresa	124
4.3.1 Principales hipótesis	127
4.3.2 Estados Financieros Proyectados.....	136
4.3.3 Flujo libre de caja	139
4.3.4 Valor Residual	141
4.3.5 Valor de la Compañía	142
4.3.6 Recuperación de la inversión.....	143
4.4 Comparativo de las estrategias planteadas	143
CAPÍTULO V	146
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	146
5.1 Conclusiones.....	146
5.2 Recomendaciones	148
BIBLIOGRAFIA	149

ÍNDICE DE TABLAS

TABLA 1 CRITERIOS DE CALIFICACIÓN DE PROVEEDORES	3
TABLA 2 PROCESO LOGÍSTICO	4
TABLA 3 COMPARATIVOS DE RETAILS EN ECUADOR	24
TABLA 4 EMPRESAS DE RETAIL EN ECUADOR	26
TABLA 5 COMPARATIVOS ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA	28
TABLA 6 COMPARATIVO ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES	30
TABLA 7 INDICADORES FINANCIEROS.....	33
TABLA 8 PUNTO DE EQUILIBRIO POR AÑO.....	36
TABLA 9 ANÁLISIS DUPONT	38
TABLA 10 FLUJO DE CAJA AÑOS 2011 - 2012	40
TABLA 11 VENTAS POR FORMA DE PAGO.....	42
TABLA 12 PARTICIPACIÓN DE FORMAS DE PAGO POR PUNTO DE VENTA	43
TABLA 13 ESTADOS DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS AÑO 2011 POR PUNTOS DE VENTA ..	47
TABLA 14 ESTADOS DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS AÑO 2012 POR PUNTOS DE VENTA ..	48
TABLA 15 ZONAS “Z DE ALTMAN”	50
TABLA 16 ESTRUCTURA DEL MÉTODO Z	51
TABLA 17 CÁLCULO DE LA Z DE ALTMAN AÑO 2011	52
TABLA 18 CÁLCULO DE LA Z DE ALTMAN AÑO 2012	52
TABLA 19 CÁLCULO DEL EVA.....	55
TABLA 20 PRINCIPALES MEDIDAS DE ACCIÓN	73
TABLA 21 SUPUESTOS ESTADO DE RESULTADOS	86
TABLA 22 SUPUESTOS BALANCE DE SITUACIÓN	87
TABLA 23 ANEXO DE VENTAS Y COSTO DE VENTAS.....	88
TABLA 24 MARGEN BRUTO DE VENTAS.....	89
TABLA 25 POLÍTICAS COMERCIALES	89
TABLA 26 GASTOS OPERACIONALES NORTE, SUR Y GUAYAS	90
TABLA 27 GASTOS OPERACIONALES RIOBAMBA, PASTAZA Y SUCURSALES.....	91
TABLA 28 GASTO FINANCIERO	91
TABLA 29 OTROS INGRESOS.....	92
TABLA 30 OTROS EGRESOS.....	92
TABLA 31 MOVIMIENTO ACTIVO FIJO.....	93
TABLA 32 CÁLCULO DEL IMPUESTO A LA RENTA.....	93
TABLA 33 ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA PROYECTADO.....	95
TABLA 34 ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO.....	96
TABLA 35 ESTADO DE FLUJO DE CAJA PROYECTADO	97
TABLA 36 FLUJO LIBRE DE CAJA PROYECTADO.....	99
TABLA 37 COSTO PROMEDIO PONDERADO DEL CAPITAL	100
TABLA 38 CÁLCULO BETA	101
TABLA 39 CÁLCULO RIESGO PAÍS.....	102
TABLA 40 CÁLCULO PRIMA DEL MERCADO	103
TABLA 41 CÁLCULO TASA LIBRE DE RIESGO.....	103
TABLA 42 COMPOSICIÓN DEUDA REMUNERADA.....	104
TABLA 43 COMPONENTES CAPM	104
TABLA 44 CÁLCULO WACC.....	105
TABLA 45 EVALUACIÓN FINANCIERA	105

TABLA 46 CAMBIOS EN MARGEN BRUTO	106
TABLA 47 COMPARATIVO DE ESCENARIOS	107
TABLA 48 PROYECCIÓN DE LIQUIDACIÓN.....	115
TABLA 49 DÉFICIT EN LIQUIDACIÓN.....	116
TABLA 50 RAZONES QUE MOTIVAN LA VALORIZACIÓN DE EMPRESAS.....	125
TABLA 51 SUPUESTOS ESTADO DE RESULTADOS PARA VALORACIÓN.....	128
TABLA 52 SUPUESTOS BALANCE DE SITUACIÓN PARA VALORACIÓN.....	129
TABLA 53 ANEXO DE VENTAS Y COSTO DE VENTAS VALORACIÓN	130
TABLA 54 MARGEN BRUTO DE VENTAS.....	131
TABLA 55 POLÍTICAS COMERCIALES	131
TABLA 56 GASTOS OPERACIONALES NORTE, SUR Y GUAYAS	132
TABLA 57 GASTOS OPERACIONALES RIOBAMBA, PASTAZA Y SUCURSALES.....	133
TABLA 58 GASTO FINANCIERO.....	133
TABLA 59 OTROS INGRESOS.....	134
TABLA 60 OTROS EGRESOS.....	134
TABLA 61 MOVIMIENTO ACTIVO FIJO.....	135
TABLA 62 IMPUESTO A LA RENTA	135
TABLA 63 ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA PROYECTADO.....	136
TABLA 64 ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO.....	137
TABLA 65 ESTADO DE FLUJO DE CAJA PROYECTADO	138
TABLA 66 FLUJO LIBRE DE CAJA PROYECTADO PARA VALORACIÓN	140
TABLA 67 VALOR RESIDUAL	142
TABLA 68 VALOR DE LA COMPAÑÍA	142
TABLA 69 VALOR DE RECUPERACIÓN DEL ACCIONISTA.....	143
TABLA 70 COMPARACIÓN DE LAS ESTRATEGIAS	144

ÍNDICE DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 CALIFICACIÓN DE PROVEEDORES.....	2
GRÁFICO 2 CADENA DE VALOR.....	3
GRÁFICO 3 ÁRBOL DE IDENTIFICACIÓN DE PROBLEMAS	7
GRÁFICO 4 IDENTIFICACIÓN DE LOS PRINCIPALES PROBLEMAS	8
GRÁFICO 5 DINÁMICA DE CRISIS DE SOLVENCIA FINANCIERA	10
GRÁFICO 6 PROCESO DE TOMA DE DECISIONES	19
GRÁFICO 7 PARTICIPACIÓN DE MERCADO	23
GRÁFICO 8 CRECIMIENTO DEL SECTOR COMERCIO	24
GRÁFICO 9 EVOLUCIÓN MENSUAL DE VENTAS	34
GRÁFICO 10 EVOLUCIÓN MENSUAL DE MARGEN BRUTO.....	34
GRÁFICO 11 EVOLUCIÓN MENSUAL DE RESULTADO NETO.....	35
GRÁFICO 12 FORMAS DE PAGO AÑO 2011	44
GRÁFICO 13 FORMAS DE PAGO AÑO 2012	44
GRÁFICO 14 COMPOSICIÓN PORCENTUAL DE CLIENTES AÑOS 2011 Y 2012	45
GRÁFICO 15 NIVELES DE CRISIS EMPRESARIAL	61
GRÁFICO 16 SIETE CLAVES PARA DAR LA VUELTA A UNA EMPRESA	71
GRÁFICO 17 ELEMENTOS DE ÉXITO EN IMPLEMENTACIÓN DE ACCIONES	81
GRÁFICO 18 SITUACIONES A PRESENTARSE EN UNA FUSIÓN	122
GRÁFICO 19 MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS.....	126

RESUMEN

El presente proyecto de grado pretende exponer, el análisis de las alternativas existentes en la empresa en crisis COSSFA S.A. que permitan proporcionar a su Alta Dirección una herramienta para la toma de decisiones, que incluya el diagnóstico de la situación actual, las causas que generaron el estado de crisis, los diferentes niveles por los que atravesó el negocio y la etapa de criticidad en la que se encuentra la compañía. Se ha analizado a detalle el escenario de continuidad de la compañía, como una estrategia de recuperación, evaluando el objetivo, el desempeño de la administración, determinando las principales medidas que deben ser tomadas en conjunto para su recuperación, la importancia de hacer cambios, tomando decisiones y ejecutándolas con rapidez, por medio de una asertiva comunicación y un liderazgo efectivo para concluir con la valoración económica de dicha propuesta. Por otro lado, también se analizaron otras propuestas estratégicas enfocadas al cierre, venta o fusión de la compañía, analizadas desde cada una de sus perspectivas y cuando es procedente su aplicación, considerando el historial de la empresa y los efectos financieros que conlleva este tipo de decisiones. Finalmente, se proponen conclusiones y recomendaciones desde el punto de vista financiero en la valoración de las diferentes alternativas para la Alta Dirección.

PALABRAS CLAVE

Crisis empresarial

Estrategias empresariales

Toma de decisiones

Evaluación financiera

Propuesta estratégica

ABSTRACT

The present graduation project aims to expose the analysis of actual alternatives for the company in crisis; COSSFA S.A. These alternatives will provide the Managing Group a tool to take decisions that includes the diagnosis of current situation, possible causes that generated the crisis, all stages that the company went through the business and the level of crisis which actually the company is. The continuity scenario of the company has been analyzed as a recovery strategy; valuing the goals, the administration progress, identifying the main decisions that all the Managing Group must take to recover the company, the importance of some changes; implementing these decisions in a fast way through an assertive and leadership communication, to end with the economic valuation of the defined proposal. On the other hand, some strategic proposals have been analyzed focused in the closure, fusion or sale of the company; each one of them analyzed in different perspectives and when they could be implemented, taking note all company story and the financial effects that will result from taking new proposals. Finally, we propose some recommendations and conclusions from the financial point of view, valuing the different alternatives for the Managing Group.

KEY WORDS

Business crisis

Business strategies

Take decisions

Economic and financial assessment

Strategic proposals

CAPÍTULO I

ANTECEDENTE Y DISEÑO CONCEPTUAL DE LA INVESTIGACION

1.1 Introducción

COSSFA S.A. Comisariatos creado el 17 de junio del 2009 con el objeto de la dirección, manejo, operación y administración de almacenes, tiendas y comisariatos de las Fuerzas Armadas. COSSFA S.A. reemplaza en sus operaciones al antiguo Servicio Social de la Fuerza Terrestre con la finalidad de atender no únicamente a los miembros de la Fuerza Terrestre, sino también a los miembros de la Fuerza Aérea, Naval y al público en general.

Su misión es la comercialización de productos al menor precio y mayor variedad para la familia militar y civil, ofreciendo un servicio social a la familia militar.

Su visión es llegar a ser la mejor empresa en prestación de servicios de retail a la familia militar y civil, brindando el mejor servicio social, cuidando al cliente interno, procesos y tecnología, y buscando generar rentabilidad al accionista.

Para cumplir con su misión y visión cuenta con una cadena de valor que busca satisfacer las necesidades de sus clientes, con el apoyo estratégico de sus proveedores calificados de acuerdo al monto de compra, marcas líderes en el mercado,

preferencias de los clientes, participación en campañas y promociones, categorizados en: AAA, AA y A.

Los principales proveedores COSSFA S.A. son:

- Distribuidora Dismayor
- Club del Buen Beber Buenvin
- Nestlé Ecuador S.A.
- PRONACA S.A.
- Marcimex S.A.
- Monterrey Azúcar Lojana
- Quifatex S.A.
- Colgate Palmolive del Ecuador
- Provitales del Ecuador Cía. Ltda.
- Productos Familia Sancela del Ecuador S.A.
- Industrial DANEC S.A.
- Labiza S.A.
- Industrias Ales C.A.

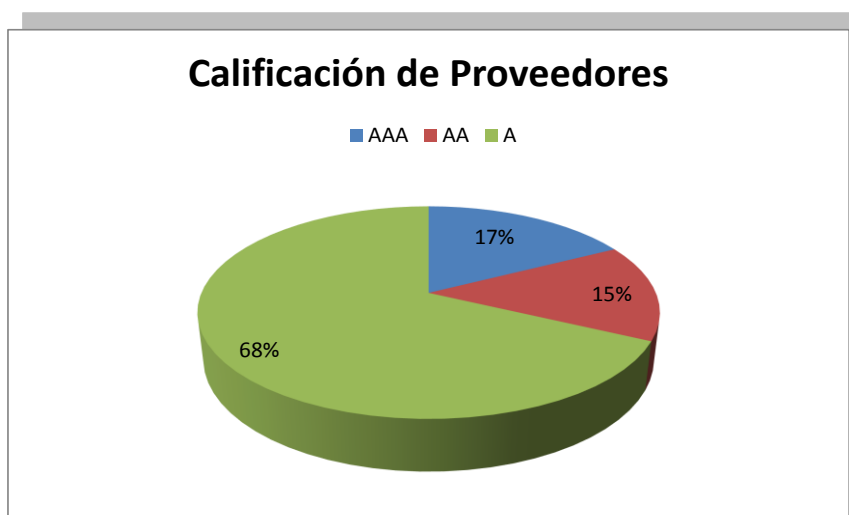


Gráfico 1 Calificación de Proveedores

Elaborado por: Autoría propia

Tabla 1 Criterios de Calificación de Proveedores

<i>Calificación</i>	<i>Criterios</i>
AAA	Abastecimiento a nivel nacional
	Aporte en campañas publicitarias
	Todos son líderes de marca
AA	Arrendamiento de espacio en percha
	Abastecimiento en las principales ciudades del país
	Aporte en campañas publicitarias de menor monto
A	La mayoría son líderes de marca
	Arrendamiento de menor espacio en percha
	Abastecimiento local
	Sin aporte en campañas publicitarias
	No son líderes de marca
	Sin arrendamiento en percha

Fuente: COSSFA S.A.
Elaborado por: Autoría propia

Los procesos básicos de la cadena de valor son:

**Gráfico 2** Cadena de Valor

Elaborado por: Autoría propia

a. Comercialización: se encarga de las negociaciones con los proveedores, en promociones, descuentos, aportes en campañas publicitarias, y el establecimiento del lay out (distribución física de la mercadería en matriz y puntos de venta) del supermercado, sección: eléctricos, hogar, vestimenta, entre los principales.

b. Logística: este proceso se encarga de la adquisición de inventario (en consignación o en firme), su distribución a los puntos de venta y el almacenamiento. En la siguiente tabla se detalla sus subprocesos.

Tabla 2 Proceso Logístico

PROCESO	DESCRIPCIÓN
Proveedores	Tiempos de provisión y márgenes de rentabilidad
Almacenamiento	Gestión del stock, Manipulación Recepción y despachos
Distribución	Gestión Transporte de mercaderías y entregas
Administrativo	Gestión del gasto y servicio al cliente interno

Fuente: COSSFA S.A.
Elaborado por: Autoría propia

c. Crédito: el proceso de crédito gestiona la calificación de los clientes, asignación de cupos de crédito y recuperación de cartera.

Y, procesos de apoyo a la cadena de valor son:

a. Talento Humano: proceso encargado de la reclutamiento, selección y desarrollo del principal recurso de la compañía, talento humano.

b. Gestión de Tecnología de Información: Proceso encargado de bases de datos, aplicativos, redes y comunicaciones a nivel empresarial.

c. Gestión de Finanzas: Proceso que se encarga del manejo de cartera, contabilidad e impuestos, tesorería y planificación financiera.

d. Gestión de Auditoría Interna: Proceso que se encarga de evidenciar el cumplimiento del control interno, seguimiento de procesos y proposición de una mejora empresarial.

e. Gestión de Asesoría Jurídica: proceso que apoya a la alta dirección en temas societarios, contractuales y laborales dentro del punto de vista jurídico.

Sus líneas de negocio son: supermercado, electrodomésticos incluyendo a la línea blanca, y línea café, licores, perfumería y almacén familiar. Adicionalmente cuenta con 13 sucursales a nivel nacional que le ha permitido generar cobertura a nivel nacional y la distribución a las diferentes brigadas de la Fuerza Terrestre.

COSSFA S.A. tiene distribuidas sus operaciones en varias ciudades del país siendo la matriz Quito Norte, Sucursales: Quito Sur, La Recoleta, Aychapicho, La Balvina, Latacunga, Cuenca, Puyo, Guayaquil, Riobamba, Portoviejo, Loja, El Oro y El Coca.

La investigación que se propone, parte del análisis de que los Comisariatos en el año 2009 cerraron con un resultado negativo de US \$622 mil, en el 2010 un

resultado negativo de US \$3.5 millones y en el 2011 un resultado negativo de US \$2.1 millones, esto se ha generado principalmente por una baja rentabilidad originada por un bajo margen de comercialización y un alto gasto operativo que no alcanza a cubrir el punto de equilibrio.

Los problemas de liquidez se han generado por tres vías: 1) el crédito otorgado al militar en servicio activo, pasivo y brigadas militares cuyo recuperación en promedio es 60 días que en el mercado de retail es la excepción, 2) pagos a proveedores en promedio en 30 días de generada la compra, y, 3) una alta concentración de inventarios que se mantienen más de 30 días en stock, lo que ha ocasionado un excesivo nivel de endeudamiento y por ende un alto grado de gasto financiero. Indicadores que llevan a que la compañía se encuentre en un período de crisis.

Por esta razón surge el presente proyecto, en vista de que la Alta Dirección necesita tomar decisiones sobre el futuro rumbo del Comisariato, ya sea por la vía de implementar estrategias gerenciales que le permitan generar un cambio estratégico integrando la estrategia comercial y financiera generando un mayor mercado, una mayor rentabilidad y por ende, flujos de caja operativos positivos; u optar por otras alternativas estratégicas.

1.2 Determinación del Problema

Siguiendo el esquema de Marco Lógico, se logró determinar el siguiente árbol de problemas.

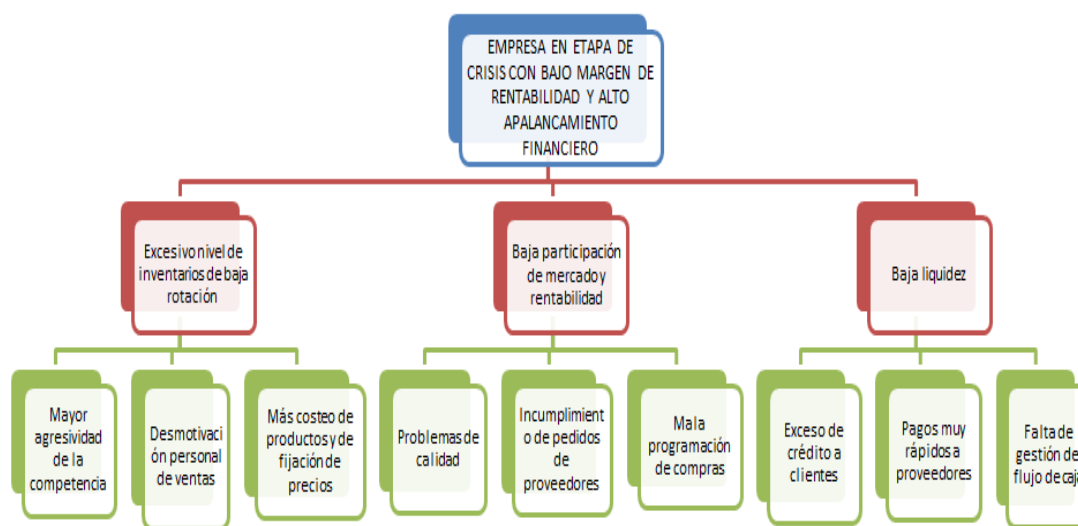


Gráfico 3 Árbol de identificación de problemas

Elaborado por: Autoría propia

Como se puede evidenciar en el árbol de problemas se ha identificado que el principal problema es una empresa en etapa de crisis por la baja rentabilidad y un alto apalancamiento financiero.

Para este principal problema se han identificado tres factores, por un lado, baja participación de mercado y la baja rentabilidad, excesivo nivel de inventario que no rota adecuadamente, y por otro, problemas de liquidez, esto se debe principalmente a varios factores que se evidencian en el gráfico a continuación.

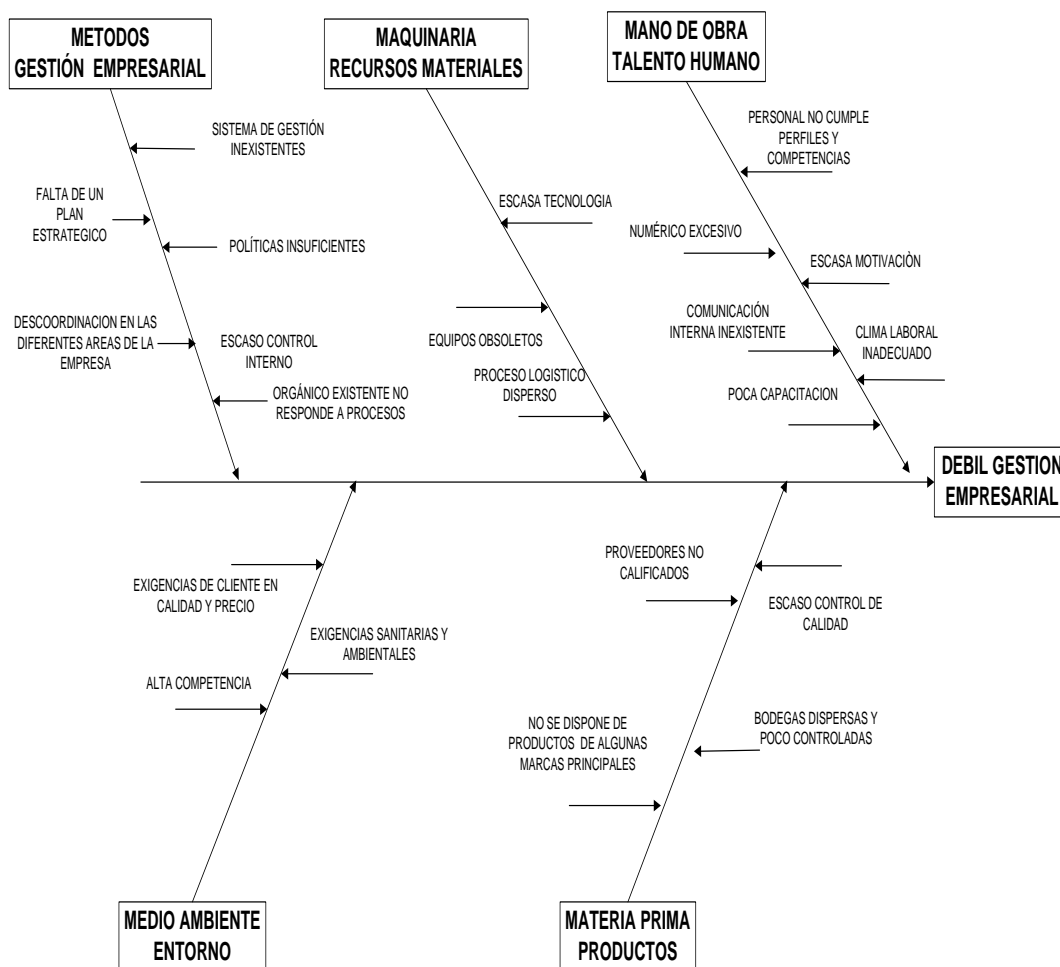


Gráfico 4 Identificación de los principales problemas

Elaborado por: Autoría propia

1. La plataforma tecnológica con la que cuenta actualmente el Comisariato no es confiable, esto origina que los saldos no sean veraces en un 100%.
2. La competencia en el mercado del retail es bastante agresiva, siendo el líder de mercado Corporación la Favorita.

3. Los vendedores y cajeros no cuentan con la suficiente motivación que les permitan ser impulsores de ventas y no logren brindar una adecuada atención a los clientes.
4. En la reapertura de operaciones se encontró que varios productos estaban mal costeados y sin una correcta fijación de precios, lo que ocasionó la pérdida de clientes.
5. Han surgido problemas de calidad en los productos entregados por los proveedores especialmente en lo que a perecibles se trata.
6. Los pedidos a proveedores han surgido de una mala programación de compras, por ello ha ocasionado el incumplimiento de pedidos realizados a proveedores o malos despachos.
7. El crédito que se otorga al personal militar en servicio activo y pasivo ingresa en un proceso de descuento mediante rol de pago, por descuento directo de la Comandancia y el pago a través del Ministerio de Economía por medio de su sistema de pagos E-SIGEF, lo que hace que estos créditos se tomen 60 días en ser recuperados lo que es crédito corriente, y hasta 420 días los créditos diferidos.
8. La política de comercialización de la empresa, no integra el impacto del crédito y la cobranza en la estrategia de precios, promoción y descuentos lo que hace que el impacto financiero sea muy alto.

1.3 Justificación e Importancia

“Cuando el viento sopla a favor ningún barco tiene problemas para moverse ahora bien, cuando deja de soplar o, lo que es peor, cuando sopla en la dirección opuesta es cuando verdaderamente tenemos trabas”.(Tres formas lógicas de mantener el crecimiento durante la recesión.)

Considerando para este plan al viejo escenario del Servicio Social de las Fuerzas Armadas SSFT y el establecimiento del nuevo escenario a COSSFA S.A Comisariatos. Con el propósito de comprender, se presenta la dinámica de las crisis de solvencia financiera.

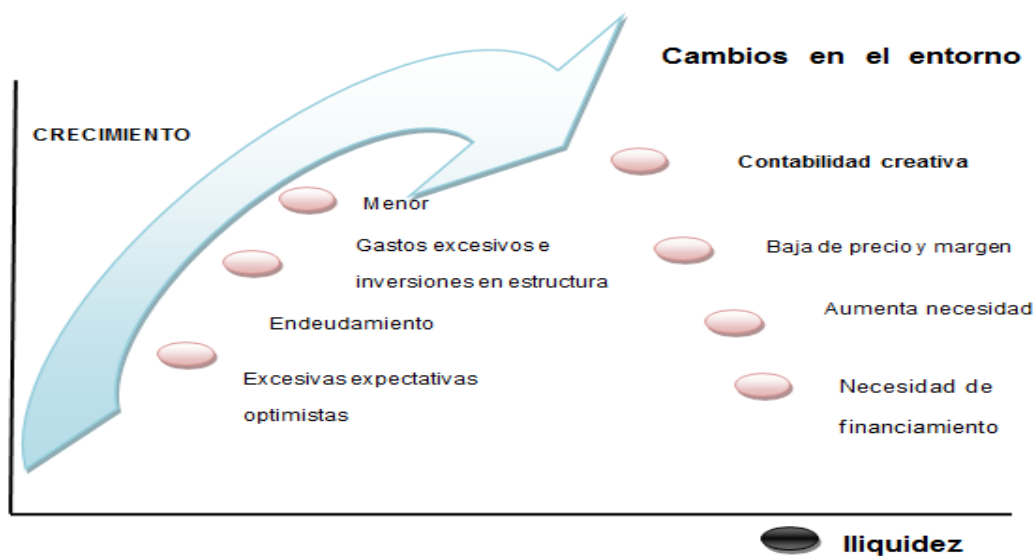


Gráfico 5 Dinámica de crisis de solvencia financiera

Elaborado por: Autoría propia

Con el presente trabajo se desea brindar una evaluación financiera integral de la organización, que permita brindar a la Alta Dirección un diagnóstico de la salud económica de la empresa, y la etapa por la que se encuentra atravesando, con ello

llegar a determinar su posible potencial de supervivencia.

Se propondrán estrategias empresariales para una reestructuración del negocio que le permitan seguir generando continuidad en el largo plazo, el liderazgo ante una crisis; y también se evaluarán otras propuestas estratégicas con sus respectivas evaluaciones financieras; finalmente, se plantearán conclusiones y recomendaciones.

Las facilidades son varias, considerando la apertura por parte de la Administración al conocer los problemas de la empresa y lograr determinar estrategias a ser implementadas para una toma de decisión inmediata.

Los beneficios que se esperan obtener consisten en proporcionar estrategias para la toma de decisiones de la Alta Dirección de la empresa, con una valoración completa de las alternativas que la empresa enfrenta hasta la actualidad, basadas en función del comportamiento histórico y el valor de recuperación de la inversión del accionista.

1.4 Objetivos

1.4.1 Objetivo General

Plantear propuestas estratégicas a la Alta Dirección, para la toma de decisiones de la empresa en período de crisis COSSFA S.A. con lo cual la administración podrá tomar decisiones relevantes en función de la recuperación de su inversión.

1.4.2 Objetivos Específicos

a. Diagnosticar la situación actual de la Compañía e identificar las causas que generaron un período de crisis, evaluando: la situación económica financiera, áreas y/o procesos problema, y evaluando la gravedad de la situación para priorizar acciones.

b. Analizar las posibles alternativas estratégicas y el efecto financiero que puede tener la Compañía, en base al diagnóstico realizado.

c. Proponer a la Alta Dirección alternativas estratégicas, acordes a la situación actual de la Compañía, que constituyan una herramienta para la toma de decisiones.

1.5 Delimitación del Tema

El proyecto planteado, se realizará en la empresa que forma parte del portafolio de inversiones de un Grupo Empresarial, que al momento está atravesando por una crisis económica - financiera, que dificulta su normal operación, desarrollo y continuidad en el mercado.

1.6 Limitaciones de la Investigación

Al ser una Maestría en Finanzas Empresariales, el presente trabajo enfatizará en estrategias financieras que la Alta Dirección podría implementar ya sea para la recuperación financiera, y proponer otras estrategias financieramente viables para los

accionistas, mediante la aplicación de una metodología, que bien pudiera ser utilizada para otras compañías en similar situación. Por tanto, la Administración de la empresa pudiera profundizar el análisis de la planificación estratégica, políticas comerciales, de operación y de talento humano.

1.7 Marco Teórico

El contenido del presente trabajo está estructurado en cinco capítulos. El capítulo I presenta la problemática de la empresa, y el motivo de la investigación.

El capítulo II muestra el diagnóstico de la compañía, su historia, comportamiento del sector y el análisis de la situación económica – financiera a profundidad de la empresa para finalmente determinar las razones internas que determinaron el nivel de crisis en la que se encuentra.

El capítulo III recopila la estrategia de recuperación empresarial según la parte metodológica y de valoración financiera para verificar el tiempo de recuperación de inversión.

El capítulo IV muestra otras propuestas estratégicas que incluye liquidación y venta o fusión de la empresa, analizadas cada una desde su parte teórica y su respectiva valoración financiera; finalmente, en el capítulo V se presentan las conclusiones de la elaboración de esta investigación y las recomendaciones a la Alta Dirección.

✓ Crisis

Somos conscientes que las crisis causan problemas indeseables para cada una de las personas y organizaciones expuestas a ella. La crisis es un proceso de desaprendizaje de soluciones para un viejo escenario y la construcción progresiva de soluciones para un nuevo escenario.

Algunas preguntas para responder si las empresas pueden estar en crisis son: ¿Estamos creciendo con equilibrio? ¿Está agregando valor el negocio? ¿Estamos en zona de peligro?

Para evaluar una crisis la gestión involucra el diagnóstico, la recuperación y el día después de salir de una etapa de crisis.

✓ Diagnóstico de crisis

Para el diagnóstico es conveniente seguir los siguientes pasos:

- a. Evaluar la gravedad por medio del conocimiento del histórico de la empresa.
- b. Conocer las áreas de problema
- c. Conocer las relaciones causales para priorizar acciones
- d. Evaluar el potencial de supervivencia

“Se debe realizar la evaluación económica y financiera por medio de estado de resultados, balance de situación patrimonial, flujo de caja y otra información relevante como la competencia e información macroeconómica”. (Waisman, 2007, pág. 7)

Para el análisis financiero existen varias herramientas que permiten evaluar el estado de salud financiera de una empresa, estos son: conocer el uso de los activos, su forma de financiamiento, el equilibrio de la inversión y financiamiento, la potencialidad de generar utilidades futuras y el análisis de punto de equilibrio, capacidad de respuesta del flujo de efectivo, indicadores financieros de liquidez, solvencia, rentabilidad, endeudamiento.

Existen adicionalmente, otras herramientas de análisis financiero que permiten conocer el desempeño económico y operativo de una empresa como lo son análisis DUPONT, que combina los principales indicadores financieros con la finalidad de determinar la eficiencia con la que la empresa está usando sus activos, capital de trabajo y apalancamiento financiero (Dupont, 2009).

Waisman (2007) afirma:

La Z de Altman, es una herramienta que ha sido utilizada para predecir cuando una empresa se acerca a un problema de insolvencia, a menor coeficiente Z de una empresa, mayor es su probabilidad de declararse en quiebra. (pág. 25).

“El análisis EVA (Equity Value Added) mide la creación de valor a sus accionistas, midiendo la rentabilidad superior a sus expectativas, sino tiene sentido económico, estaría destruyendo la riqueza para el inversor”. (Milla , 2007, pág. 150)

Con dichas herramientas permitirá conocer en qué nivel de crisis se encuentra, siendo estas:

- Nivel 1: Crisis en potencia(ambulatorio)
- Nivel 2: Crisis en gestación y desarrollo (terapia intermedia)
- Nivel 3: Crisis total (terapia intensiva)

Y con ello tomar la mejor decisión para una posible recuperación, o evaluación de alternativas para salir ordenadamente del negocio siendo que ésta haya llegado a una etapa de crisis total o terapia intensiva.

✓ Recuperación de crisis

“Para recorrer el camino de la recuperación de la crisis financiera, hay que establecer una visión (un punto en el futuro), la que se gesta en la cabeza de los líderes y ejecutada por el resto de la empresa en base a la confianza que los líderes generan y que le permite canalizar la voluntad y la motivación de los demás”. (Waisman, 2007, pág. 9)

Según Waisman (2007) se debe ante una crisis.

Realizar un plan de urgencia para detener la crisis, una reestructuración para salir de la crisis, o una reingeniería para finalmente lograr la estabilización. Para el plan de recuperación se deben tomar rápidamente las decisiones y acciones que permitan detener la hemorragia financiera, evitando que se malgasten los recursos escasos, sin que estas medidas hipotequen el futuro de la empresa. (pág. 10)

Para ello, se deben evaluar y proponer medidas que solucionen la falta de liquidez, de fondos propios, la morosidad de clientes, las ventas insuficientes, los gastos excesivos, la rentabilidad insuficiente y el apalancamiento negativo.

Una vez que la empresa ha logrado mantenerse con vida y puede afrontar una etapa de reconstrucción, implica tomar medidas para:

- a. Cambiar el modelo de negocio
 - b. Eliminar productos
 - c. Eliminar departamentos o divisiones
 - d. Fusiones y adquisiciones
 - e. Desinversión ordenada
 - f. Reestructuración de pasivos
- ✓ Estrategias empresariales

Martínez (2003) se refirió a la estrategia

Como un proceso que trata de identificar continuamente aspectos en que la empresa pueda ser más productiva que la competencia utilizando menos recursos para obtener el producto o prestar el servicio, para diferenciarse de los competidores y satisfacer de forma más eficaz las necesidades de los clientes. (pág. 140).

Mintzberg (1997) explica:

Los primeros estudiosos modernos que ligaron el concepto de estrategia a los negocios fueron Von Neumann y Morgenstern, en su obra sobre la teoría del juego.

Ellos definieron la estrategia empresarial como la serie de actos que ejecuta una empresa de acuerdo a una situación concreta. La estrategia requiere que los gerentes analicen su situación presente y que la cambien en caso necesario. (pág. 2)

✓ Toma de Decisiones

Las decisiones son importantes tanto en el aspecto personal como en el laboral. Son los ejecutivos los responsables de seleccionar una de varias opciones en la Empresa.

Cabareño (2008) explica:

Las decisiones gerenciales son las que toman los órganos directivos de las organizaciones. Con carácter general, las decisiones gerenciales se orientan a las relaciones entre la organización y el entorno, relaciones que vienen determinadas por el concepto de gap estratégico. El gap estratégico refleja la diferencia entre la posición actual estratégica de la empresa y la posición deseada. (pág. 8)

Daft (2004) menciona:

La decisión consiste en la elección que se hace entre las alternativas disponibles. La toma de decisiones es un proceso en que se identifican los problemas y oportunidades para resolverlas después. Es un esfuerzo que se hace antes y después de escoger una alternativa. (págs. 272-273)

Normalmente el proceso de una buena decisión consta de seis pasos, los cuales se resumen en el gráfico 6.



Gráfico 6 Proceso de toma de decisiones

Elaborado por: Autoría propia

✓ Valoración empresarial

“La valoración de empresas busca determinar el valor objetivo que puede considerarse como adecuado para fijar su valor con el fin de estimar los derechos expectantes de los propietarios (socios) del capital social de la empresa”. (Alonso, 2007, pág. 13)

Avolio Alecci (2010) se refirió la valoración en los siguientes términos:

Los motivos por los cuales se emprende un proceso de valorización empresarial pueden ser múltiples y obedecer a razones tanto de índole interna como de índole externa a la organización. Dentro de las primeras se cuentan las recomposiciones de estructuras accionarias, las ampliaciones de capital, las herencias o, simplemente, la voluntad de los accionistas de establecer el valor patrimonial de su empresa. Entre las razones de índole externa puede mencionarse la compra-venta, la liquidación, la unión o fusión de dos o más empresas. (pág. 98)

Existen varias situaciones de empresas en caso de una valoración, en el caso de una empresa deficitaria es aquella que estando ya creada o en funcionamiento presenta resultados caracterizados por:

- Alternancia de resultados (positivos y negativos) con tendencia acumulativa deficitaria.
- Tendencia continuista de resultados negativos.

En esta situación se deben analizar las causas (estructurales o coyunturales) que las motivan y hacer posible la toma de decisiones que permitan llegar a soluciones: restructuración, liquidación parcial, saneamiento financiero o reducción de capital, etc.

En este caso existe un fondo de comercio negativo o de valor de organización negativo (Badwill) que debe tenerse en cuenta a la hora de determinar el valor actual de la empresa.

Alonso (2007) menciona

Dentro de este contexto la valoración de este tipo de empresas asigna un valor (si se consideran expectativas futuras) a las mismas inferior al de liquidación. Por ello debe calcularse el valor de la empresa como si se tratara de un proyecto de inversión o de una empresa en liquidación. (pág. 22)

CAPÍTULO II

DIAGNÓSTICO DE LA EMPRESA EN CRISIS

En el presente capítulo se reunirán los elementos necesarios para determinar las capacidades de la Empresa, así como su capacidad económica - financiera, y con ello interpretar las causas del deterioro.

“La mejor forma de evitar que la crisis golpee a una empresa es prevenirla cuando esta está sana, y no ignorar la situación, para solo hacerle frente cuando las empresas quedaron enfermas con el virus de la crisis”. (Flores García, 2010, pág. 4)

“El término diagnóstico es el proceso de distinguir, discernir, conocer, comprender los signos de determinados conocimientos; identificar una patología desde sus signos y sus síntomas” (Schmitt, 1994, pág. 21).

La metodología del diagnóstico se basará en las siguientes fases: conocimiento de la empresa que permitirá determinar los síntomas de crisis, la evaluación económico financiera, la evaluación del nivel de gravedad, la comprensión de las causas del fracaso y cuáles son las principales causas del problema.

2.1 Situación del sector del retail

“La definición de sector es aquella que entiende por sector al grupo de empresas que ofrecen productos que son sustitutos próximos entre sí”. (Noboa, 2011, pág. 3)

Meneses (2008) en su disertación explica:

Según la encuestadora Pulso establece que el 30% del consumo total de los hogares del Ecuador pasa por supermercados, el 40% por mercados populares y cerca de un 30% en tiendas de barrio, ferias libres, bodegas y micro-mercados; además resalta como punto interesante que los comerciantes de los mercados populares sienten que las ventas han disminuido en los últimos años, lo que muestra una clara tendencia por el crecimiento de la primera preferencia. (pág. 40)

El comportamiento del consumidor en relación al lugar de compra se puede evidenciar en los siguientes gráficos.

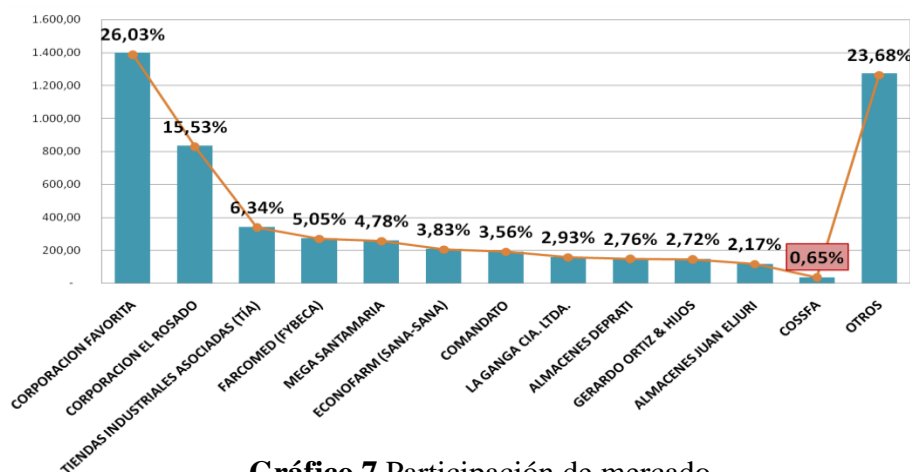


Gráfico 7 Participación de mercado

Elaborado por: Revista Vistazo

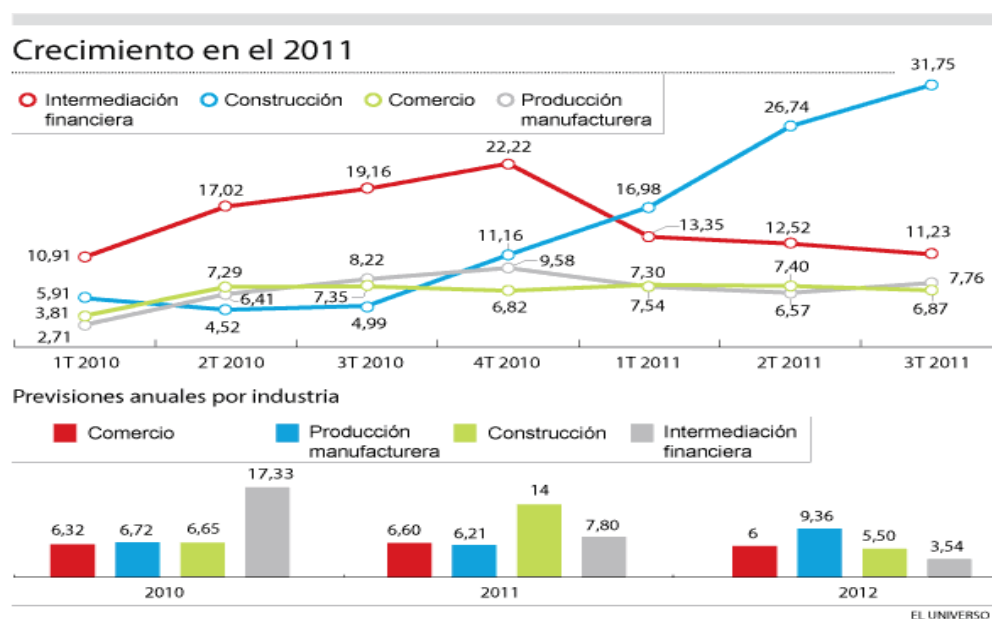
Las ventas del sector moderno de distribución de abarroterías, que incluye a las cadenas de supermercados, muestra una participación del 26% La Corporación La Favorita, Corporación El Rosado, TIA, Farcomed, entre los principales, la participación del 0.65% la tiene COSSFA S.A.

Tabla 3 Comparativos de retails en Ecuador

SANTA MARIA	LAFAVORITA	TIA	EL ROSADO	FYBECA
14 supermercados	67 puntos de venta	110 puntos de venta	69 puntos de ventas	341 puntos de venta
Locales especializados de línea de belleza y hogar	28 Supermaxi 7 Megamaxi 31 AKI Gran Aki 5	3 formatos: TIA: 112 Supertía: 2 Multiahorro: 3	Mi Comisariato: 26 Hipermercados 9 Rio Store 12 Ferrisariato 10	80 Fybeca 261 Sana Sana
Actividad Mayorista	Multioperador	Fortaleza principalmente en Provincias	Concentración del 35% de sus ventas en Guayaquil	DeFarmacia a Retail
Presencia principalmente en Quito.	Operación a nivel Nacional	Operación a nivel Nacional	Operación a nivel Nacional	Operación a nivel Nacional

Fuente: M+M PlanetRetail, 2011; Superintendencia de Compañías

Elaborado por: Autoría propia

**Gráfico 8** Crecimiento del Sector Comercio

Elaborado por: Banco Central del Ecuador

La confianza generada entre los supermercados y sus proveedores a través de los años, ha permitido formas inusuales de negociación, tanto en los plazos como en los créditos que obtienen, al poder ser estos constantemente renegociados. El poder de negociación se incrementa conforme el grado de penetración siga aumentando.

Las cadenas de supermercados mantienen alianzas estratégicas con diversas empresas, con el objetivo de brindar mayor comodidad, servicio y satisfacción a sus clientes, a la vez que aseguran un flujo continuo de los mismos.

Estas alianzas incluyen la asociación con empresas de alimentos, entidades bancarias, empresas farmacéuticas, entre otras. Asimismo, los supermercados se benefician con ingresos adicionales, dado que en la mayoría de casos, el espacio ocupado por las empresas asociadas es alquilado.

2.1.1 Competencia

Por otro lado, en Ecuador la industria de supermercados se basa en una transición de conductas diferenciadas de acuerdo a la afinidad de cada usuario. Esta industria es la que más accionistas tiene, ya que el nivel de ventas se lo hace anualmente sobre los \$2.4 millones según cifras de la Superintendencia de Compañías.

Tabla 4 Empresas de Retail en Ecuador

EMPRESAS DE RETAIL EN ECUADOR	VENTAS AL 2010 (millones)	VENTAS AL 2011 (millones)	CRECIMIENTO
CORPORACION FAVORITA	1,315.19	1,488.84	13%
CORPORACION EL ROSADO	767.69	880.79	15%
TIENDAS INDUSTRIALES ASOCIADAS	332.81	399.37	20%
FARCOMED	265.42	268.69	1%
MEGA SANTA MARIA	236.81	271.03	14%
COSSFA	19.38	35.54	83%
TOTAL	2,937.30	3,344.26	14%

Fuente: Las mayores 500 Empresas, Revista A Bordo
Elaborado por: Autoría propia

2.2 Situación de la Compañía

A finales del 2009 e inicios del 2010, existió una interrupción de actividades que duró prácticamente un semestre debido a la desvinculación de todo el personal del antiguo Servicio Social de la Fuerza Terrestre, entre otros asuntos, ocasionó que el inventario con el cual contaba la compañía se caducara, se acumulen pérdidas por costos fijos mensuales y exista pérdida de mercaderías.

Los resultados del año 2012 acumularon pérdidas por US\$ 6.37 millones, de los cuales US\$ 0.63 millones corresponden al año 2009 y US\$ 3.55 millones pertenecen al ejercicio económico 2010 y US\$ 2.19 millones corresponden al 2011. Por tanto, la Compañía en el año 2010 desarrolló sus actividades 6 meses del año, hecho a considerar en el presente análisis, especialmente en información generada en

comparaciones de estados financieros anuales y referencias de crecimiento o comportamiento de una variable.

2.3 Evaluación económica – financiera

Waisman (2007) es claro en su disertación:

Una empresa puede ser analizada económica y financieramente, desde cinco puntos de vista distintos: 1) cómo está utilizando sus activos; 2) cómo está financiando sus activos; 3) cuán equilibrados son la inversión y financiamiento; 4) cuál es su potencialidad para generar utilidades futuras; y, 5) en lo inmediato, cuál es su capacidad de hacer frente a sus obligaciones de corto plazo. (pág. 32)

2.3.1 Estados Financieros Comparativos

Se presentan los estados financieros comparativos de los años 2010, 2011 y 2012, como insumo básico para el análisis económico – financiero de la empresa.

Considerando adicionalmente informes de gerencia y de comisarios (2010 y 2011) y el informe del auditor externo (2011), los cuales no presentan salvedades que afecten su opinión, sin embargo, en recomendaciones de control interno, enfatizan en el control que se debe mejorar en relación a los inventarios, ya que la pérdida generada en las tomas físicas entre los dos años ascendió a US \$489 mil. La información del 2012 es proporcionada de estados financieros que están en proceso de auditoría externa.

Tabla 5 Comparativos Estado de Situación Financiera

ACTIVOS	Año 2010		Año 2011		Año 2012	
CORRIENTES						
Efectivo Y Equivalentes Al Efectivo	3,542,682	24%	3,309,902	22%	3,031,300	23%
Documentos y Otras Cuentas por Cobrar	5,026,452	34%	6,167,235	42%	4,748,829	36%
Inventario	4,857,456	33%	3,536,471	24%	4,121,586	31%
Anticipos	231,280	2%	55,746	0%	70,844	1%
Impuestos por Recuperar	682,117	5%	554,309	4%	296,770	2%
Total Activo Corriente	14,339,988	96%	13,623,663	92%	12,269,329	93%
PROPIEDAD, PLANTA Y EQUIPO						
Activo por impuestos diferidos	531,079	4%	1,133,629	8%	960,686	7%
	26,126	0%	32,808	0%	32,808	0%
TOTAL DE ACTIVOS	14,897,193	100%	14,790,100	100%	13,262,823	100%
PASIVOS						
CORRIENTES						
Proveedores y Otras Cuentas por Pagar	6,016,806	40%	8,390,392	57%	8,356,349	63%
Obligaciones Bancarias	2,760,057	19%	876,135	6%	516,511	4%
Entidades Relacionadas	9,185,646	62%	2,662,209	18%	2,165,161	16%
Beneficios Empleados	169,214	1%	212,035	1%	221,921	2%
Impuestos por Pagar	462,721	3%	667,861	5%	-	0%
Total Pasivo Corriente	18,594,444	125%	12,808,632	87%	11,259,941	85%
LARGO PLAZO						
Beneficios a Empleados LP		0%	124,564	1%	146,851	1%
Otras Cuentas por Pagar LP	139,873	1%	54,775	0%	36,774	0%
Total Pasivo No Corriente	139,873	1%	179,339	1%	183,625	1%
TOTAL PASIVOS	18,734,317	126%	12,987,971	88%	11,443,567	86%
PATRIMONIO						
Capital	50,000	0%	50,000	0%	50,000	0%
Aportes Futuras Capitalizaciones	289,434	2%	8,228,531	56%	8,228,531	62%
Result. Acum. Prov. Adopcion 1ra. Vez NIIF		0%	-	0%	(55,992)	0%
Resultados Acumulados Ejercicios anteriores	(627,981)	-4%	(6,476,401)	-44%	(6,373,165)	-48%
Resultado Del Ejercicio	(3,548,577)	-24%	-	0%	(30,117)	0%
Total De Patrimonio	(3,837,124)	-26%	1,802,130	12%	1,819,256	14%
TOTAL DE PASIVO Y PATRIMONIO	14,897,193	100%	14,790,100	100%	13,262,823	100%

Fuente: COSSFA S.A.
Elaborado por: Autoría propia

La inversión total representada por el total de activos de COSSFA S.A. se mantiene en los mismos niveles (US\$ 14 millones), sin embargo la estructura de balance del año 2011, se modificó respecto a la mantenida en el año 2010, y al 2012 disminuye por efecto de reducción en cuentas por cobrar.

En el año 2011 los activos se concentraron un 66%, en Cuentas por Cobrar e Inventarios, 42% y 24%, respectivamente. El apalancamiento total en el año 2011, fue del 87%, mientras que a diciembre 2010 fue del 126%, y al 2012 fue del 85% tal como se muestra en el Estado de Situación Financiera. Del análisis horizontal se desprende que las cuentas con mayor variación han sido cuentas por cobrar, inventarios y activos fijos, crecientes en el 2011 en más de un 20%, en tanto que para el 2011 decrecen significativamente excepto por inventarios que decrece el 17%.

Sus activos están financiados principalmente por obligaciones mantenidas con su accionista y proveedores; los mismos que sirvieron, en gran medida, para cubrir las necesidades de capital de trabajo y para que la Compañía pueda honrar sus obligaciones financieras, durante el 2011 incluso fue necesario recurrir a préstamos bancarios, valores que se están terminando de cancelar al 2012.

La pérdida del ejercicio 2011 de US\$ 2.1 millones, incrementa la pérdida acumulada a US\$ 6.3 millones, es decir que en años 2010 y 2011, ha existido un deterioro de la inversión de capital (incluye aportes para futuras capitalizaciones) del 76%. En el 2012, se genera punto de equilibrio, mismo que por efecto de impuesto a la renta ha ocasionado que la empresa tenga una pérdida de \$30 mil deteriorando aún más el patrimonio accionarial.

De forma general, el desempeño financiero de COSSFA S.A. en el 2012 fue mejor que el registrado en 2011 y 2010, sin embargo la situación financiera evidencia problemas estructurales debido a que la Compañía presenta un patrimonio positivo, pero sus pérdidas acumuladas representan el 78% del capital y aporte para futuras capitalizaciones; y una alta concentración de deuda a corto plazo, generando un problema estructural. Por otro lado, la comprometedor situación de endeudamiento y la generación de utilidades operativas negativas, no muestran un panorama alentador para la empresa.

Tabla 6 Comparativo Estado de Resultados Integrales

	Año 2010		Año 2011		Año 2012		2011 - 2010	2012 - 2011
Ingreso por Ventas	19,383,779	100%	35,545,738	100%	39,181,471	100%	83%	10%
Costo de los Productos Vendidos	17,106,460	88%	31,083,027	87%	33,597,308	86%	82%	8%
Utilidad bruta	2,277,319	12%	4,462,710	13%	5,584,163	14%	96%	25%
Gastos operativos	(5,723,999)	-30%	(6,968,769)	-20%	(6,506,261)	-17%	22%	-7%
Gastos de personal y beneficios	(2,787,462)	-14%	(2,913,293)	-8%	(2,599,864)	-7%	5%	-11%
Gastos servicios, seguridad, seguros, publicidad, telecomunicaciones	(1,348,288)	-7%	(1,997,988)	-6%	(1,418,720)	-4%	48%	-29%
Baja de inventarios, aseo, combustibles	(399,725)	-2%	(359,853)	-1%	(570,385)	-1%	-10%	59%
Mantenimiento activos fijos	(487,435)	-3%	(419,774)	-1%	(239,152)	-1%	-14%	-43%
Gastos de depreciación	(32,624)	0%	(156,542)	0%	(230,903)	-1%	380%	48%
Impuestos, tasas y contribuciones	(435,637)	-2%	(884,417)	-2%	(1,109,362)	-3%	103%	25%
Suministros utilizados para la venta, fletes	(232,750)	-1%	(236,778)	-1%	(336,584)	-1%	2%	42%
Otros gastos	(78)	0%	(122)	0%	(1,291)	0%	56%	957%
Utilidad (pérdida) operativa	<u>(3,446,680)</u>	<u>-18%</u>	<u>(2,506,059)</u>	<u>-7%</u>	<u>(922,098)</u>	<u>-2%</u>	<u>-27%</u>	<u>-63%</u>
Otros ingresos y gastos, neto	639,979	3%	945,418	3%	1,648,797	4%	48%	74%
Utilidad	(2,806,700)		(1,560,641)		726,699		-44%	-147%
Resultado financiero, neto	(741,876)	-4%	(572,276)	-2%	(497,264)	-1%	-23%	-13%
Total Otros Ingresos y Gastos Neto	<u>(101,897)</u>	<u>-1%</u>	<u>373,141</u>	<u>1%</u>	<u>1,151,533</u>	<u>3%</u>	<u>-466%</u>	<u>209%</u>
UTILIDAD (PÉRDIDA) ANTES DE IMPUESTOS	<u>(3,548,577)</u>	<u>-18%</u>	<u>(2,132,917)</u>	<u>-6%</u>	<u>229,435</u>	<u>1%</u>	<u>-40%</u>	<u>-111%</u>
Impuesto a las ganancias	-		-		259,552	1%	0%	0%
UTILIDAD (PÉRDIDA) NETA	<u>(3,548,577)</u>	<u>-18%</u>	<u>(2,132,917)</u>	<u>-6%</u>	<u>(30,117)</u>	<u>0%</u>	<u>-40%</u>	<u>-99%</u>

Fuente: COSSFA S.A.
Elaborado por: Autoría propia

Las ventas en el año 2011 crecieron respecto a las registradas en el año 2010 en un 83% (US\$ 16.2 millones), incremento que se debió principalmente a que en el año 2010 el negocio operó solo 6 meses, mientras que en el 2011 la operación fue normal durante los 12 meses del año. A pesar del importante nivel de ventas alcanzado no se obtuvieron resultados financieros positivos, al contrario, se registró una pérdida de menos US\$ 2.1 millones. Para el 2012 las ventas crecen el 10% frente al 2011 (US\$3.6 millones), y se experimenta un crecimiento del 74% en relación a otros ingresos generados, lo que evidencia que el resultado se provocó de otras fuentes diferentes a las del giro de negocio, es decir, no logre obtener un resultado positivo a pesar del crecimiento de ventas, y el decrecimiento de los gastos operativos del 7% en el último año. Es evidente, que los otros ingresos han apalancado la pérdida operativa del negocio (el crecimiento ha sido del 48% y 74% entre el 2011 y 2012).

Los gastos más representativos lo constituyen los gastos de: i) arriendos 8%, ii) seguridad privada 24%, iii) alquileres 8%; y, iv) publicidad 21%. Pero no solamente la influencia de estos gastos por servicios y los de personal, deterioraron el margen bruto. Es importante tener en cuenta que los gastos de impuestos, tasas y contribuciones son muy representativos ya que equivalen porcentualmente, respecto a los gastos totales en un 13%, hecho que deberá ser considerado en la política de determinación de precios de venta y políticas de venta en general, ya que en esencia éstos constituyen parte del costo de ventas.

Otro hecho que ha contribuido a acumular pérdidas importantes durante los tres últimos años, es la pérdida de inventarios, pérdida que se ha dado de baja

contablemente y que asciende al monto de US\$ 931 mil, de los cuales US\$ 253 mil corresponden al año 2010, US\$ 227 mil al año 2011 y \$450 mil al año 2012.

Finalmente, como evaluación a la gestión del Estado de Pérdidas y Ganancias se puede mencionar que el giro de negocio para el que fue creada no genera ganancias para sus accionistas, sino que por el contrario otros ingresos como arriendos, cobro de espacio en percha, intereses han contribuido a aplacar la pérdida que significativamente pudo ser mayor, por efecto del poco control de gasto y de inventarios.

Los indicadores financieros, si bien presentan una mejora en el 2012 respecto al año anterior, aún muestran debilidades en la liquidez por una alta concentración de cuentas por cobrar e inventario; la deuda permanece mayor al 50% de los activos totales; el margen bruto no alcanza a cubrir el excesivo gasto operativo y el margen neto de la Empresa es cero, lo cual genera un rendimiento negativo para su accionista, a pesar de que el crecimiento en ventas ha sido del 83% en el 2011 y del 10% al 2012.

Tabla 7 Indicadores financieros

INDICADORES FINANCIEROS	Año 2010	Año 2011	Año 2012
Razón corriente	0.77	1.06	1.09
Prueba ácida	0.51	0.79	0.72
Deuda Total	131%	95%	93%
Rotación de cuentas por cobrar	2.12	3.17	4.54
Días cuentas por cobrar	170	114	79
Rotación de inventarios	3.52	8.79	8.15
Días de inventarios	102	41	44
Rotación de cuentas por pagar	2.84	3.70	4.02
Días de proveedores	127	97	90
Rotación del activo total	1.30	2.40	2.95
Margen bruto	11.7%	12.6%	14.3%
Margen neto	-18%	-6%	0%
Cobertura de intereses	(4.65)	(4.38)	1.85
Crecimiento en ventas		83%	10%
Crecimiento en gastos operativos		22%	-7%
ROI	-24%	-14%	0%
Capital de Trabajo	(4,254,456)	815,031	1,009,387

Fuente: COSSFA S.A.

Elaborado por: Autoría propia

2.3.2 Análisis de rentabilidad

Faga (2007) explica:

Rentabilidad es sinónimo de ganancia, utilidad, beneficio. Se trata de un objetivo válido para cualquier empresa, ya que a partir de resultados positivos ella puede mirar con optimismo no sólo su presente, que implica la supervivencia sino también su futuro: es decir, el desarrollo de la organización en el tiempo. Con esta perspectiva, la rentabilidad asegura el presente empresarial, el aquí y el ahora, y al mismo tiempo provee a su desarrollo futuro. (pág. 12)

Para el análisis de rentabilidad de la Compañía, se han preparado gráficos comparativos 2010, 2011 y 2012 de Ventas, Margen Bruto y Resultado Neto que se evidencia a continuación.

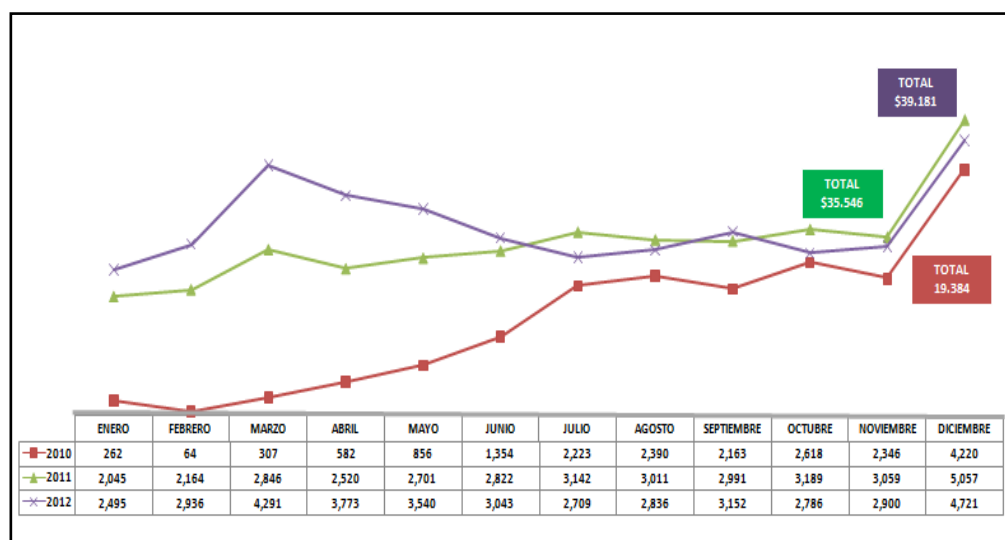


Gráfico 9 Evolución mensual de ventas

Elaborado por: Autoría propia

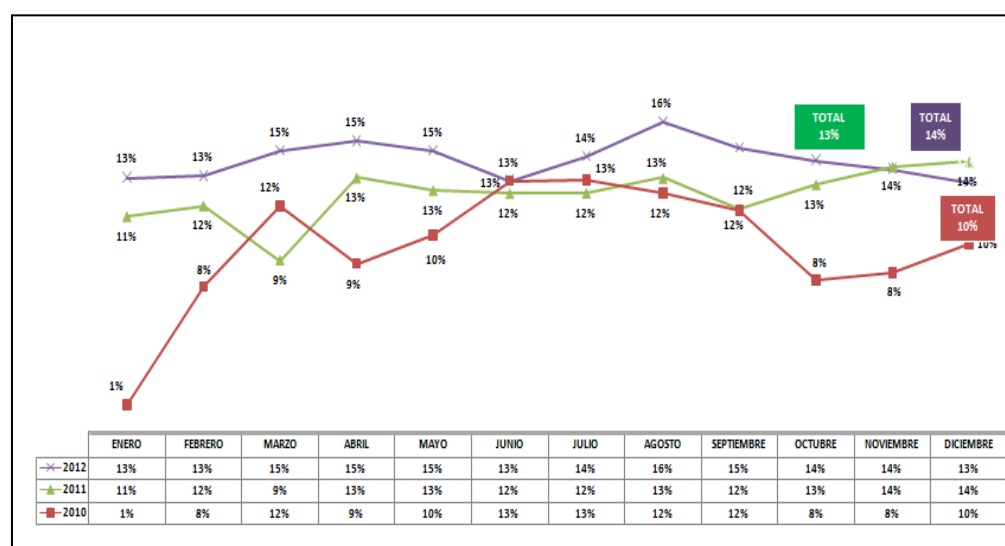


Gráfico 10 Evolución mensual de margen bruto

Elaborado por: Autoría propia

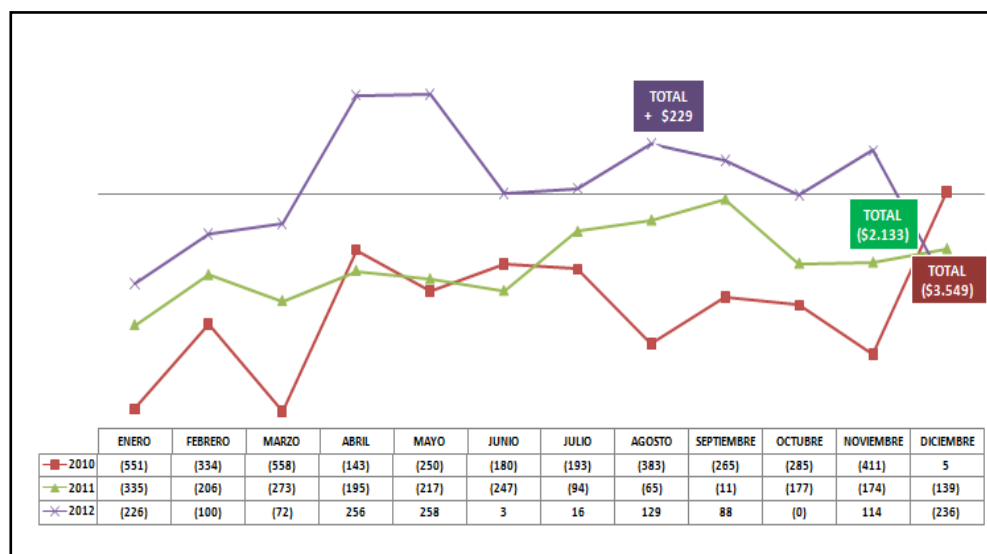


Gráfico 11 Evolución mensual de resultado neto

Elaborado por: Autoría propia

El EBITDA, indicador de margen, muestra que hay flexibilidad para generar ventajas competitivas. No es suficiente con tener un buen margen; es necesario hacer una buena asignación de recursos, o lo que es lo mismo, la austeridad.

Las tendencias que se observan en los gráficos anteriores, muestran un crecimiento sostenido de ventas mensuales pasando de US \$19 millones en el 2010 a US \$35 millones en el 2011 y a US \$ 39 millones en el 2012, generado por la recuperación de mercado cautivo. El margen bruto no muestra la estacionalidad que tienen este tipo de negocios. Finalmente, en la evaluación del resultado neto del negocio, se observa que el crecimiento de gastos operativos no es proporcional con el crecimiento del ingreso.

Del análisis de rentabilidad se concluye que, las ventas han tenido un crecimiento lineal, sin embargo su mejoría en el desempeño de ventas, no son

suficientes para mejorar su rentabilidad, debido al incremento de sus costos y gastos operativos.

2.3.3 Punto de equilibrio

Complementando el análisis de costo y rentabilidad, se analiza el punto de equilibrio para determinar cuán lejos de este punto se encuentra el negocio. “A los gerentes les interesa el punto de equilibrio porque desean evitar pérdidas operativas” (Horngren, 2006, pág. 65).

El análisis fue considerando el punto de equilibrio en la utilidad operacional, pues existen otros ingresos que están apalancando la operación del negocio y al momento la generación de utilidades propias no se evidencia al tener pérdida operativa. La siguiente tabla evidencia las cifras del análisis:

Tabla 8 Punto de equilibrio por año

	2010	2011	2012
Ventas	19,383,779	35,545,738	39,181,471
Costo Variable	17,774,847	32,204,223	35,043,255
MARGEN DE CONTRIBUCIÓN	1,608,932	3,341,515	4,138,217
Costos Fijos	5,055,612	5,847,573	5,060,315
UTILIDAD OPERACIONAL	(3,446,680)	(2,506,059)	(922,098)
PUNTO DE EQUILIBRIO	60,908,017	62,204,219	47,912,082

Fuente: COSSFA S.A.
Elaborado por: Autoría propia

El punto de equilibrio se aleja en US \$41 millones en el 2010, en US \$27 millones en el 2011 y en US\$ 9 millones en el 2012 de sus ventas totales, lo que significa que el negocio para cubrir sus costos totales ha generado en el 2010, 214% menos que sus ingresos totales, en el 2011 es del 75%, y al 2012 del 22%. Del análisis, se observa que la concentración de sus costos fijos, impactan directamente en la utilidad operacional, alejándola de su punto de equilibrio, es decir, el giro de negocio para el que fue creado no cubre la totalidad de sus costos.

2.3.4 Análisis DUPONT

El sistema DUPONT es una de las razones financieras de rentabilidad más importantes en el análisis del desempeño económico y operativo de una empresa. El sistema DUPONT integra o combina los principales indicadores financieros con el fin de determinar la eficiencia con que la empresa está utilizando sus activos, su capital de trabajo y el multiplicador de capital (Apalancamiento financiero). En principio, el sistema DUPONT reúne el margen neto de utilidades, la rotación de los activos totales de la empresa y de su apalancamiento financiero. (Dupont, 2009)

Del análisis DUPONT (ROA) desagregado, se puede concluir, que la rotación y capacidad para obtener utilidades del año 2011 ha sido más eficiente que la del 2010, sin embargo, la rentabilidad con relación a las ventas permanecen negativa, lo cual genera un ROA negativo de 16.94%; en el 2012 se experimenta una ligera mejora teniendo un ROA negativo de 6.95%

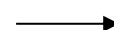
En el análisis PARES (ROE), muestra que la baja rentabilidad relacionada a ventas en adición en el año 2011 a pesar de tener un patrimonio positivo, su estructura no es financieramente adecuada ya que el activo es 8.20 veces el valor del patrimonio.

Si bien es cierto el interés es un rubro importante, no influye significativamente con el resultado final de la compañía generando al final del 2011 un ROE negativo a 139.06%, en el 2012 la compañía genera un ROE negativo de 0.28%.

Tabla 9 Análisis DUPONT

DUPONT (ROA)	VENTAS	BAIT	ROA
	ACTIVO	VENTAS	
2010	1.301	(0.178)	-23.14%
2011	2.403	(0.071)	-16.94%
2012	2.954	(0.024)	-6.95%

Continúa



PARES (ROE)	VENTAS		BAIT		ACTIVO		BAT		BDT			
	ACTIVO		VENTAS		PN		BAIT		BAT			
	Rotación		Margen		Endeudamiento/interés		Impuestos					
2010	Efecto económico				Efecto financiero				Impuestos		ROE	
	1.301	(0.178)	-3.882	1.000	1						89.82%	
	-0.2314				-3.882				1			
2011	Efecto económico				Efecto financiero				Impuestos		ROE	
	2.403	(0.071)	8.207	1.000	1						-139.06%	
	-0.1694				8.207				1			
2012	Efecto económico				Efecto financiero				Impuestos		ROE	
	2.954	(0.024)	7.290	-0.041	(0.131)						-0.28%	
	-0.0695				-0.302				(0.131)			

Fuente: COSSFA S.A.
Elaborado por: Autoría propia

Del análisis efectuado a las tres variables responsables del crecimiento económico de la Empresa, se concluye que el margen de utilidad en las ventas siempre es negativo, la rotación de sus activos fijos ha mejorado, el apalancamiento financiero sigue siendo alto en el tiempo. Esto significa que los esfuerzos que la Compañía ha realizado no han sido suficientes para mejorar la rentabilidad de sus accionistas.

2.3.5 Análisis de flujo de caja

“El flujo de caja (cash flow en inglés) es una medida de la capacidad de la empresa para hacer frente a sus compromisos financieros inmediatos” (Crespo, 2004, pág. 103).

Complementado el análisis de la situación actual de la Compañía, se presenta en la siguiente tabla los flujos de caja de los años 2011 y 2012 para analizar la capacidad de generación de efectivo que dispone actualmente la empresa y cuáles han sido las fuentes y usos de la caja.

Tabla 10 Flujo de caja años 2011 - 2012

	2011	2012
Variación en Actividades de Operación	838,033	405,128
Utilidad Neta	(2,132,917)	(30,117)
Depreciaciones y Provisiones	(166,926)	47,244
Clientes	(1,140,783)	1,418,406
Inventario	1,320,985	(585,115)
Anticipos	175,534	(15,098)
Impuestos por Recuperar	127,808	257,539
Activo por impuestos diferidos	(6,682)	-
Proveedores y Otras Cuentas por Pagar	2,373,586	(34,043)
Beneficios Empleados	42,821	9,886
Impuestos por Pagar	205,140	(667,861)
Beneficios a Empleados LP	124,564	22,287
Otras Cuentas por Pagar LP	(85,098)	(18,001)
Variación en Actividades de Inversión	(602,550)	172,943
Propiedad, Planta y Equipo	(602,550)	172,943
Variación en Actividades de Financiamiento	(468,262)	(856,673)
Obligaciones Bancarias	(1,883,922)	(359,624)
Entidades Relacionadas	(6,523,437)	(497,048)
Aportes Futuras Capitalizaciones	7,939,097	-
Variación Neta de Caja	(232,779)	(278,603)
Efectivo al Inicio del Período	3,542,682	3,309,902
Saldo de Caja	3,309,903	3,031,300

Fuente: COSSFA S.A.
Elaborado por: Autoría propia

Se procede con el análisis de flujos, sin considerar los ajustes que se realizaron a los inventarios, así como movimientos (provisiones, ajustes, bajas) que podrían haberse efectuado a las cuentas por cobrar e inventarios, con la finalidad de observar

la generación de recursos internos así como la utilización de los mismos en los años 2011 y 2012.

La generación neta de efectivo fue negativa en US\$ 232 mil. Los recursos se utilizaron principalmente en cubrir el flujo de efectivo operativo, en financiar cuentas por cobrar clientes en monto adicional de US\$ 1.14 millones, en inversiones de activos fijos US\$ 603 mil y principalmente para la cancelación de obligaciones financieras por US\$ 8.4 millones. Esta utilización de recursos fue posible debido fundamentalmente a los aportes para futuras capitalizaciones que se recibieron por un valor de US\$ 8 millones; además contribuyó también el manejo de inventarios, reduciendo su nivel en US\$ 1.3 millones y al financiamiento adicional de proveedores por US\$ 2.3 millones.

La situación al 2012, en su lugar ha sido una mayor recuperación de cuentas por cobrar, recuperación de efectivo proveniente de propiedad, planta y equipo; el rubro de cuentas por pagar a proveedores se ha mantenido en el tiempo lo que implica que la empresa se ha financiado a través de terceros, en vista de que se han cancelado créditos bancarios y relacionados y no se han inyectado nuevas fuentes de capital.

Con este análisis se concluye, que el flujo de las actividades de operación de la Compañía, no han sido suficientes para cubrir sus actividades de inversión y financiamiento, adicionalmente dicho flujo es resultado de un gran apalancamiento de proveedores.

2.3.6 Análisis de ventas por forma de pago

De manera consolidada se generaron ventas netas totales en el año 2011 de US\$ 35.5 millones, de las cuales el 52% se realizaron a crédito cliente militar, el 31% en efectivo y el 17% con tarjetas de crédito. Las ventas del año 2012 fueron de US\$ 39.1 millones cuya composición es similar a la del 2011, es decir 53% crédito directo, 32% en efectivo y 15% con tarjeta de crédito.

En proporción respecto a los ingresos totales de cada punto de venta, las ventas a crédito de los puntos de venta de Quito Sur y Norte, representan el 31% y 60%, respectivamente; mientras que la proporción en los restantes puntos de venta es del 83%. En el 2012 la situación es muy similar. Esta situación se debe a que, mayoritariamente, en el punto de venta Quito Norte acuden los clientes civiles a realizar sus compras, quienes las pagan en efectivo o con tarjeta de crédito.

Tabla 11 Ventas por forma de pago

FORMAS DE PAGO	2011		2012	
Efectivo	10,943,869	31%	12,414,362	32%
Tarjeta de crédito	5,969,394	17%	5,814,121	15%
Credito Corriente COSSFA	18,632,475	52%	20,952,988	53%
TOTAL	35,545,738	100%	39,181,471	100%

Fuente: COSSFA S.A.
Elaborado por: Autoría propia

Tabla 12 Participación de formas de pago por punto de venta

RELACION % FORMAS DE PAGO	AÑO 2011				AÑO 2012			
	NORTE	SUR	OTROS	TOTAL	NORTE	SUR	OTROS	TOTAL
Efectivo	42%	32%	15%	31%	43%	34%	21%	32%
Tarjeta de crédito	27%	8%	2%	17%	28%	14%	2%	15%
Crédito COSSFA	31%	60%	83%	52%	29%	52%	77%	53%
TOTAL	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: COSSFA S.A.

Elaborado por: Autoría propia

Las ventas por formas de pago efectivo y tarjeta de crédito en el Norte equivalió al 69% y 71% respectivamente en el 2011 y 2012, en el Sur fue de 40% y 48% en los mismos años, en los demás puntos de venta fue del 17% y 23%. En estos puntos de venta, el 83% y 77% respectivamente de las ventas realizadas son a crédito.

A pesar de que el 83% de las ventas totales realizadas en los puntos de venta (excepto Quito Norte y Sur), corresponden a ventas a crédito, el peso relativo que estas ventas tienen en el total general de ventas a crédito es del 15%. Los puntos de venta que concentran los mayores volúmenes de ventas a crédito son Quito Norte con el 64% y Quito Sur con el 21%.

Esto evidencia que la mayor parte del segmento militar prefiere realizar sus compras en los puntos de venta de Quito y en los puntos de venta únicamente realizan sus compras a crédito.

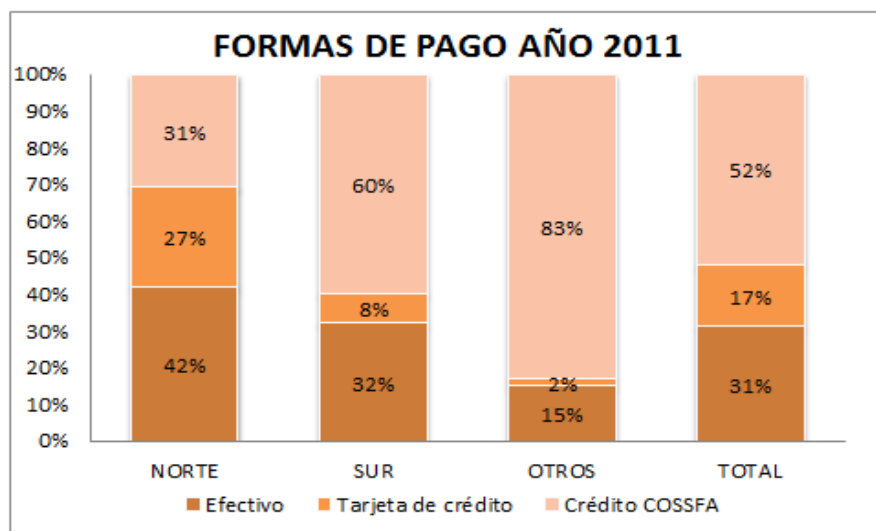


Gráfico 12 Formas de pago año 2011

Elaborado por: Autoría propia

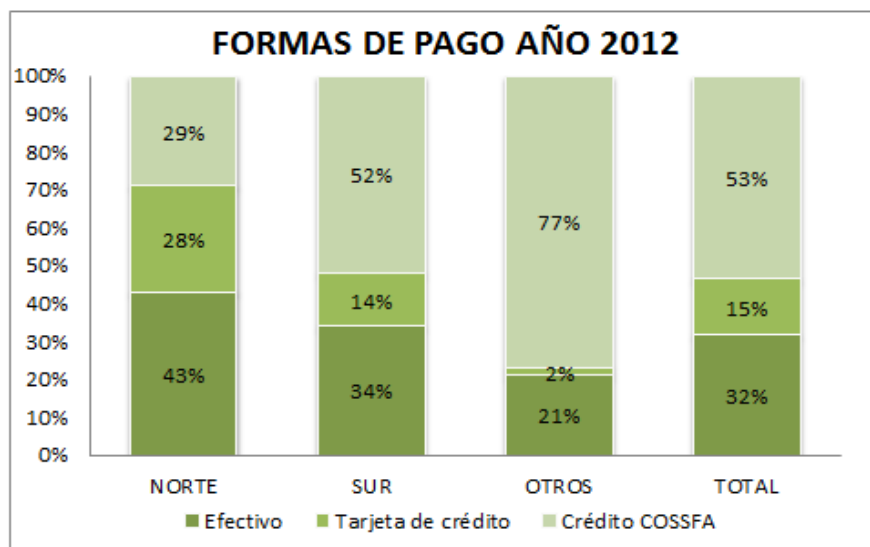


Gráfico 13 Formas de pago año 2012

Elaborado por: Autoría propia

2.3.7 Ventas por segmento de cliente

Las ventas al segmento militar siguen representando las mayores, con una participación del 52% y 53% en el 2011 y 2012 respectivamente, mientras que las ventas al segmento de clientes civiles el 48% y 47% en los mismos ejercicios económicos, como se visualiza en las Gráficas No. 12 y 13.

Se concluye con esta relación, que las ventas al segmento militar son mayoritariamente realizadas a crédito 60 días, aunque en la realidad la cartera a crédito se recupera en un periodo mayor a los 120 días, lo cual demanda de mayores niveles de capital de trabajo, financiado con crédito con un costo financiero, y por otro lado, porque este segmento tiene un descuento especial lo cual deteriora el margen bruto de utilidad.

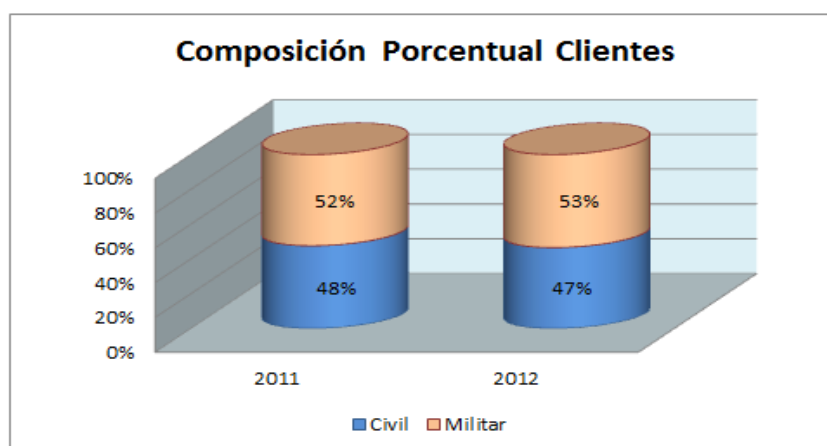


Gráfico 14 Composición Porcentual de Clientes Años 2011 y 2012

Elaborado por: Autoría propia

2.3.8 Análisis de pérdidas y ganancias por punto de ventas

Se torna indispensable el análisis del desempeño del negocio por punto de venta, para complementar el diagnóstico actual de la Compañía con el objetivo de evaluar el rendimiento de cada uno de los puntos de venta a nivel nacional, para conocer si operativamente están funcionando rentablemente o no.

Tabla 13 Estados de Pérdidas y Ganancias Año 2011 por puntos de venta

	CUENCA	COCA	SUR	GUAYAS	LA BALVINA	LA COMANDANCIA	LATACUNGA	LOJA	MACHACHI	EL ORO	PASTAZA	PORTOVIEJO	RIOBAMBA	MATRIZ	TOTAL
INGRESOS OPERACIONALES	910,102	1,207,435	7,358,220	1,583,549	477,364	395,133	973,193	792,791	744,049	862,339	1,549,244	503,780	1,219,031	16,969,506	35,545,738
	3%	3%	21%	4%	1%	1%	3%	2%	2%	2%	4%	1%	3%	48%	
COSTO	797,099	1,050,876	6,535,174	1,384,786	418,524	347,295	862,112	688,259	653,585	753,952	1,341,615	439,201	1,058,085	14,752,463	31,083,027
UTILIDAD BRUTA OPERATIVA	113,003	156,559	823,046	198,763	58,840	47,838	111,082	104,532	90,464	108,387	207,629	64,580	160,946	2,217,043	4,462,710
MARGEN BRUTO	12%	13%	11%	13%	12%	12%	11%	13%	12%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
GASTOS DE ADMINISTRACIÓN Y VENT.	164,179	243,552	1,266,784	297,090	100,576	63,871	163,155	151,191	124,457	150,876	257,693	91,302	224,097	3,669,948	6,968,769
GASTOS DE PERSONAL	72,869	81,558	632,890	113,357	48,985	36,111	79,106	71,765	58,277	74,009	102,978	46,655	90,856	1,403,878	2,913,293
GASTOS SERVICIOS	39,756	69,447	326,081	83,470	23,315	13,122	41,609	44,926	33,731	34,354	72,425	24,012	58,856	1,132,885	1,997,988
GASTOS DE SUMINISTROS Y MATERI	13,770	40,003	56,789	26,845	11,659	1,037	8,380	5,287	7,716	9,921	17,572	2,498	30,505	127,870	359,853
GASTOS DE MANTENIMIENTO	5,170	6,200	37,654	22,107	2,659	841	3,506	2,402	2,406	2,702	11,116	2,490	5,476	315,045	419,774
GASTOS DE DEPRECIACION	659	875	5,330	1,147	346	286	705	574	539	625	1,122	365	883	143,086	156,542
GASTOS POR IMPUESTOS	20,259	29,052	163,082	35,097	10,582	8,757	21,886	17,571	16,491	19,112	34,483	11,165	27,098	469,783	884,417
GASTOS DE OPERACION	11,644	15,833	46,966	14,777	3,003	3,894	7,908	8,620	5,254	10,104	17,908	4,087	10,353	76,428	236,778
OTROS GASTOS	52	583	(2,009)	291	27	(177)	56	45	43	49	89	29	70	974	122
INGRESOS FINANCIEROS														13,681	13,681
GASTOS FINANCIEROS	15,022	19,903	121,291	26,103	7,869	6,513	16,042	13,078	12,265	14,217	25,537	8,304	20,094	279,718	585,957
OTROS INGRESOS	14,573	12,049	194,920	24,657	7,965	6,895	12,774	12,892	12,144	17,082	12,501	7,533	11,276	758,905	1,106,168
OTROS GASTOS NO OPERATIVOS	3,026	3,406	32,264	7,340	2,030	1,935	5,917	2,701	3,547	6,938	6,690	2,590	3,469	78,897	160,750
UTILIDAD NETA	-54,652	-98,252	-402,372	-107,112	-43,669	-17,587	-61,258	-49,547	-37,660	-46,562	-69,790	-30,083	-75,437	-1,038,935	-2,132,917

Fuente: COSSFA S.A
Elaborado por: COSSFA S.A.

Tabla 14 Estados de Pérdidas y Ganancias Año 2012 por puntos de venta

ESTADO DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS POR PUNTO DE VENTA AL 31 DE DICIEMBRE DEL 2012	MATRIZ	SUR	GUAYAS	RIOBAMBA	PASTAZA	LATACUNGA	LA BALVINA	COCA	PORTOVIEJO	LA COMANDANCIA	LOJA	CUENCA	MACHACHI	EL ORO	TOTAL PUNTOS DE VENTA
Ingresos Operacionales	18,965,605	7,936,214	2,131,793	1,528,213	1,444,979	1,331,457	243,325	964,478	508,469	393,822	909,997	1,135,549	725,202	962,370	39,181,471
Costo de Ventas	16,026,281	6,967,802	1,835,651	1,304,768	1,241,471	1,162,189	211,320	837,651	443,465	338,862	784,360	979,189	630,754	833,545	33,597,308
Margen Bruto	2,939,324	968,412	296,142	223,445	203,509	169,267	32,004	126,826	65,003	54,960	125,637	156,360	94,448	128,826	5,584,163
% de Margen Bruto	15%	12%	14%	15%	14%	13%	13%	13%	13%	14%	14%	14%	13%	13%	14%
GASTOS OPERACIONALES	3,425,331	1,348,782	264,663	207,527	199,221	159,036	57,798	203,584	77,816	52,751	145,686	154,126	98,433	136,680	6,531,434
Gastos de Personal	1,227,711	523,101	126,544	90,037	88,340	80,071	28,305	80,110	46,141	35,304	71,299	77,773	49,832	75,295	2,599,864
Gastos de Servicios	839,391	226,580	61,151	42,814	48,921	34,372	10,544	48,467	17,325	6,417	37,157	27,757	17,722	25,277	1,443,893
Gastos de Suministros y Materiales	172,684	236,840	14,728	44,511	20,540	5,635	4,764	28,880	1,718	1,533	4,117	9,280	10,257	14,899	570,385
Gastos de Mantenimiento	160,257	25,255	10,429	2,505	3,874	4,125	6,833	8,873	1,029	691	2,453	6,808	4,897	1,123	239,152
Gastos de Depreciación	204,215	15,300	1,727	1,250	1,364	1,079	187	781	412	319	1,894	920	587	868	230,903
Gastos por Impuestos	652,824	276,981	27,911	17,206	27,276	24,930	4,051	16,959	5,823	4,655	12,579	17,759	9,969	10,439	1,109,362
Gastos de Operación	167,629	44,466	22,103	9,154	8,859	8,780	3,096	19,482	5,352	3,819	16,158	13,792	5,144	8,749	336,584
Otros Gastos	620	259	70	50	47	44	18	32	17	13	30	37	24	31	1,291
															0
INGRESOS FINANCIEROS	12,499	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	49	0	12,548
GASTOS FINANCIEROS	246,299	103,065	27,894	19,846	18,765	17,291	2,773	12,525	6,927	5,114	12,199	14,747	9,426	12,940	509,812
OTROS INGRESOS	1,281,356	319,188	49,232	22,614	30,393	20,383	8,986	22,188	13,773	11,675	22,761	23,461	20,238	25,878	1,872,127
OTROS GASTOS NO OPERATIVOS	83,685	38,082	9,484	6,684	9,358	7,893	649	5,980	3,747	2,083	5,728	15,247	3,741	5,797	198,158
UTILIDAD ANTES DE IR	477,864	-202,328	43,332	12,002	6,557	5,431	-20,230	-73,074	-9,714	6,686	-15,215	-4,298	3,135	-713	229,435
IR	125,635	52,572	14,122	10,123	9,572	8,820	1,612	6,389	3,368	2,609	6,028	7,522	4,804	6,375	259,552
UTILIDAD NETA	352,229	-254,901	29,210	1,878	-3,015	-3,389	-21,841	-79,463	-13,083	4,078	-21,243	-11,820	-1,669	-7,088	-30,117
UTILIDAD NETA	352,229	-254,901	29,210	1,878	-3,015	-3,389	-21,841	-79,463	-13,083	4,078	-21,243	-11,820	-1,669	-7,088	-30,117

Fuente: COSSFA S.A.
Elaborado por: COSSFA S.A.

Son 14 los puntos de venta, a través de los cuales la compañía ha generado ventas en el año 2011 y 2012 por un valor de US\$ 35.5 millones y US\$ 39.1 millones respectivamente, mayoritariamente en el punto de venta Matriz (Norte), US\$ 16.9 millones y US\$19 millones equivalente a un 48% respecto al total país en los dos años, y, en el punto de venta Quito Sur US\$7.5 millones y US\$7.9 millones, equivalente al 21% en los dos años. Es decir, en estos dos puntos de venta, que se encuentran en la ciudad de Quito, se genera el 69% de las ventas totales.

En los demás puntos de venta se generan ingresos por US\$ 11.2 millones que representan el 31% respecto al total país, destacándose, por el nivel de ingresos, los puntos de venta de Pastaza US\$ 1.5 millones (4%) en los dos años, Guayas US\$ 1.6 millones en el 2011 y US\$ 2.1 millones en el siguiente año (4% y 5%) y Riobamba US\$ 1.2 millones y US\$ 1.5 millones respectivamente (3% y 4%).

A pesar de que en los puntos de venta de Quito, se concentra el negocio durante el 2011 en el 69%, se registra una pérdida de menos US\$ 810 mil, (pérdida US\$ 894 mil Norte y ganancia US\$ 84 mil Sur), mientras que en los demás puntos de venta US\$ 19 mil. Es decir, el único punto de venta que no logró utilidades, sino pérdidas, es el Norte. En el 2012, la utilidad entre los dos puntos de venta fue de US\$ 122 mil (ganancia de US\$ 377 mil Norte y US\$255 mil Sur), mientras que en el resto de puntos de venta fue US\$127 mil de pérdida.

Por tanto, el resultado consolidado de los puntos de venta significa una pérdida de US\$791 en el 2011 y de US\$ 5 mil en el 2012. Los gastos más representativos en cada punto de venta se registran en los gastos de personal y gastos por servicios,

constituyendo este último el de más influencia en el punto de venta Quito Norte, ya que equivale al 40% de los gastos operacionales, de igual manera, por su representatividad, incidencia y tratamiento, los gastos de impuestos son un rubro significativo.

2.3.9 Análisis de la Z de Altman

Waisman (2007) en su libro hace referencia al modelo Z de Altman.

Existe un modelo financiero desarrollado por Edward Altman, denominado calificación “Z” (Z score), que se ha utilizado para “predecir” cuando una empresa se acerca a un problema de insolvencia. A menor coeficiente Z de una empresa, mayor es su probabilidad de declararse en quiebra. Altman sometió los datos a una serie de tests estadísticos y determinó las siguientes zonas Z (pág. 25)

Tabla 15 Zonas “Z de Altman”

$Z > 2.99$	Zona segura - Baja probabilidad de quiebra
$1.80 < Z < 2.99$	Zona gris – Presentar atención
$Z < 1.80$	Zona riesgosa – Alta probabilidad de quiebra

Fuente: Recuperación de empresas en crisis y creación de valor
Elaborado por: Autoría propia

El modelo se estructura en la siguiente fórmula

Tabla 16 Estructura del método Z

Z No Cotiz.	0.72	Cap. Trabajo	+	0.85	Resul Acum.	+	3,11	EBIT	+	0,42	Patr. Neto	+	1.0	Ventas
=		Tot. Activos			Tot. Activos			Tot. Activos			Tot. Pasivo			Tot. Activos.

	Límite Inferior	Límite Superior
Z No Cotiza - Industrial	1.25	2.90
Z No Cotiza - No Industrial	1.10	2.60

Fuente: Recuperación de empresas en crisis y creación de valor

Elaborado por: Autoría propia

Dónde:

Capital de Trabajo /Activo total: Mide la liquidez relativa de la compañía. Por lo general, una compañía con pérdidas operativas mostrará una reducción creciente.

Resultados Acumulados/Total Activos: Si el ratio es alto, indica que la empresa financia sus actividades en mayor medida con reinversión de sus ganancias.

EBIT (Utilidades antes de Interés e Impuestos) / TotalActivos: Cuánto puede bajar el valor de los activos de la empresa, antes que el valor de los pasivos supere al de los activos y la empresa entre en estado de insolvencia.

Ventas / Total Activos: Mide la rotación de los activos de la empresa y muestra la capacidad generadora de ventas que tienen dichos activos.

Con los datos de la Compañía, se aplica el “modelo Z” en las siguientes tablas:

Tabla 17 Cálculo de la Z de Altman año 2011

AÑO 2011									
0.72	13,623,663	0.85	(6,476,401)	3.11	(2,132,917)	0.42	1,802,130	1	35,545,738
	12,808,632		14,790,100		14,790,100		12,987,971		14,790,100
	14,790,100								
0.72	0.000	0.85	(0.438)	3.11	(0.144)	0.42	0.139	1	2.403
Z =	0.000	+	(0.372)	+	(0.449)	+	0.058	+	2.403
Z =	1.641								

Fuente: COSSFA S.A.
Elaborado por: Autoría propia

Tabla 18 Cálculo de la Z de Altman año 2012

AÑO 2012									
0.72	12,269,329	0.85	(6,403,282)	3.11	229,435	0.42	1,819,256	1	39,181,471
	11,259,941		13,262,823		13,262,823		11,443,567		13,262,823
	13,262,823								
0.72	0.000	0.85	(0.483)	3.11	0.017	0.42	0.159	1	2.954
Z =	0.000	+	(0.410)	+	0.054	+	0.067	+	2.954
Z =	2.664								

Fuente: COSSFA S.A.
Elaborado por: Autoría propia

El modelo confirma que la quiebra de una empresa es generalmente el desenlace de un proceso de deterioro gradual y prolongado en el tiempo.

Del análisis realizado a la Z de Altman para los años 2011 y 2012, se determina que alcanzó los indicadores de 1.64 y de 2.66 respectivamente, pasando de una alta probabilidad de quiebra a una zona gris, lo que significa que es imprescindible que la Alta Dirección, analice el alto riesgo a la que estuvo expuesta con la empresa en el año 2011 y que a pesar de que se encuentre en zona gris no se encuentra lo suficientemente fuerte como para salir de una situación de quiebra.

2.3.10 Análisis EVA

“La base de que una empresa crea valor para sus accionistas es en el momento que ofrece una rentabilidad superior a sus expectativas, si no es así no tiene sentido económico porque estaría destruyendo riqueza para el inversor y debería ser cerrada”. (Milla, 2007, pág. 150)

El modelo de creación de valor recoge, la materialización en flujos de caja de la implementación de la estrategia de la empresa y de sus ventajas competitivas. Existe por lo tanto, una relación clara y directa entre estrategia, ventaja competitiva y creación de valor.

Estupiñán (2007) recalca:

Para medir la creación de valor para el accionista está el indicador financiero EVA, iniciales del término inglés Economic Value Added, que representa la medición de la estrategia mediante la generación de fondos limpios en retorno de

capital invertido y de fortaleza patrimonial que asegure la continuidad de la empresa bajo márgenes de liquidez, solvencia y productividad (pág. 267)

Las medidas que una compañía puede adoptar para crear valor se pueden encuadrar en uno de los tres conceptos siguientes:

1. Eficiencia operacional
2. Alcanzar crecimiento rentable
3. Racionalizar y salir de negocios improductivos

La Fórmula del EVA es: $BAIDI - (CAPITAL * CPPC)$

Dónde:

BAIDI = Utilidad operativa después de impuestos
CAPITAL = Capital total de operación aportado por los accionistas
CPPC = Costo promedio ponderado de capital

Espina en su sitio Web menciona:

Si el Valor Económico Agregado es positivo significa que la empresa ha generado una rentabilidad por arriba de su costo de capital, lo que genera una situación de creación de valor, mientras que si es negativo, se considera que la empresa no es capaz de cubrir su costo de capital y por lo tanto está destruyendo valor para el accionista.

Tabla 19 Cálculo del EVA

	Año 2010	Año 2011	Año 2012
BAIDI	(3,446,680)	(2,506,059)	(922,098)
CAPITAL OPERATIVO			
Activo Corriente	14,339,988	13,623,663	12,269,329
Pasivo Corriente	6,648,741	9,270,288	8,578,270
Capital de Trabajo	7,691,247	4,353,375	3,691,059
Propiedad, planta y equipo	531,079	1,133,629	960,686
Activos de largo plazo	26,126	32,808	32,808
Pasivos de largo plazo	139,873	179,339	183,625
CAPITAL OPERATIVO	8,108,579	5,340,473	4,500,928
COSTO PROMEDIO PONDERADO CAPITAL			
Costo patrimonio (*)	12.00%	12.00%	12.00%
Costo de la deuda	8.98%	8.98%	5.76%
Ponderación Patrimonio/Capital	-47.32%	33.74%	40.42%
Ponderación Deuda/Capital	147.32%	66.26%	59.58%
CPPC	7.55%	10.00%	8.28%
EVA	(4,059,130)	(3,040,064)	(1,294,740)

(*)El costo de patrimonio para efecto de cálculo se tomó como referencia a la esperada por el accionista para todas sus compañías

Fuente: COSSFA S.A.

Elaborado por: Autoría propia

Para el cálculo del EVA se procedió a calcular la Utilidad Operativa, que en el caso de COSSFA S.A. ha sido permanentemente negativa, por lo que no se aplicó el efecto de impuestos. El cálculo del costo promedio ponderado de capital se calculó sobre el costo de la deuda de cada clase de financiamiento con el que la empresa se ha apalancado.

Del análisis al indicador EVA, generación de valor para el accionista se puede mencionar que durante el período de análisis de la empresa no ha existido una

utilidad operativa. El capital operativo con el que la empresa ha contado ha ido disminuyendo en el transcurso del tiempo pasando de US\$ 8.1 millones en el 2010 a \$4.5 millones en el 2012. El costo promedio ponderado de capital ha permanecido en los porcentajes de 7% - 10%.

Con lo que se puede concluir que, la empresa al no generar una utilidad operativa, permanentemente está destruyendo el valor de los accionistas que a pesar de que ha ido mejorando no alcanza para cubrir el capital operacional.

2.4 Evaluación de la gravedad de la crisis en COSSFA S.A.

Para determinar qué tan grave es la crisis por la que atraviesa la empresa es importante emplear herramientas que permitan entender dicho comportamiento, para ello se empleará el análisis FODA y los diferentes niveles de crisis por los que una empresa puede experimentar.

2.4.1 Análisis FODA

Zambrano (2007) sobre el análisis FODA manifiesta:

El análisis FODA es una herramienta de carácter gerencial válida para las organizaciones, la cual facilita la evaluación situacional de la organización y determina los factores que influyen y exigen desde el exterior hacia la institución. Estos factores se convierten en amenazas u oportunidades que condicionan, en mayor o menor grado, el desarrollo o alcance de la misión, la visión, los objetivos y las

metas de la organización. El análisis FODA permite igualmente, hacer un análisis de los factores internos, es decir, de las fortalezas y debilidades de la organización. (pág. 84)

2.4.1.1 Análisis interno

Cole (2005) se refiere a los procesos internos de una empresa:

La Empresa vive y se mueve por el accionar de las personas dentro de sus procesos, transformando los materiales y la información, operando equipos, maquinarias y haciendo uso de recursos y factores productivos. Todo este sistema de operación y control de procesos trabaja y demuestra que sus resultados son como son, porque aprovecha el beneficio de mantener ciertas fortalezas y de sufrir determinadas debilidades que no colaboran para alcanzar mejores resultados. (pág. 8)

a. Fortalezas

- Ubicación geográfica del comisariato en el Norte de Quito.
- Cautivo segmento militar que tiene posicionado al comisariato.
- Acceso a descuento directo por parte de la Comandancia de la Fuerza Armada e ISSFA.
- Cumplimiento del marco legal vigente.
- Pertenecer a un grupo con solvencia económica.
- Información financiera oportuna.
- Pagos electrónicos a proveedores formales.
- Disponibilidad de espacios físicos para almacenamiento en Matriz.
- Históricamente, se conocía que el antiguo comisariato disponía de variedad de productos a bajos precios.

b. Debilidades

- Falta de una planificación estratégica definida.
- Bajo posicionamiento de marca en el segmento civil.
- Falta diversificación de productos y marcas.
- COSSFA no determina sus precios existe un líder de mercado.
- Falta investigación permanente de mercado.
- Escaso control de calidad de productos y atención al cliente
- Falta de capacidad crediticia.
- Bajos márgenes de rentabilidad.
- Alta concentración de gastos fijos.
- Problemas de flujo de caja por el crédito militar.
- Retraso en pagos a proveedores, ocasiona problemas de reputación.
- Alto nivel de endeudamiento.
- La venta a clientes del segmento militar genera un alto nivel de mora que ha llegado a 360 días habiendo necesidad de financiar a los clientes.
- Excesivo nivel de inventario de unidad militar que origina la inmovilización de recursos.
- Bajo poder de negociación con proveedores.
- Faltan mejores condiciones logísticas para distribución, existen bodegas dispersas y poco controladas.
- Ubicación de los puntos de venta dentro de unidades militares no permite el acceso de personal civil.
- Rotación de autoridades.
- Falta coordinación y aplicación de planes de capacitación.
- Falta de personal comprometido a los procesos, políticas y procedimientos que ocasiona alta rotación.
- Plataforma tecnológica poco confiable.
- Escaso control interno y un sistema de gestión inexistente.
- El orgánico no responde a los procesos de cadena de valor.

2.4.1.2 Análisis externo

Cole (2005) enseña sobre el entorno externo de una compañía:

Las Empresas en la actualidad se ven presionadas e influenciadas de diferentes maneras y por diferentes actores que se sitúan y accionan desde el exterior de la misma. En unos casos, demuestran ser ocasiones y oportunidades que bien aprovechadas se transforman en beneficios para la organización y sus empleados. En otros casos, estos actores externos presentan sus ambiciones y esfuerzos por disputar nuestro mercado, lo cual se transforma en acciones negativas que ponen en peligro nuestra estabilidad y permanencia. (pág. 9)

c. Oportunidades

- Crecimiento del mercado de consumo.
- Facilidades para el Benchmarking.
- Recuperación del sistema financiero internacional.
- Aplicación del sistema de pagos electrónicos gubernamental.
- Recuperación del precio del petróleo.
- Accesibilidad en el sistema financiero a la otorgación de créditos.
- Facilidades que otorga el Gobierno para proveer a destacamentos ubicados en frontera.

d. Amenazas

- Aumento de costos de productos importados.
- Competencia agresiva y con posicionamiento.
- Nivel Tecnológico de la competencia.

- Diversificación de productos de la competencia.
- Estatización de empresas del sector privado.
- Limitado mercado para importaciones.
- Altas exigencias de clientes en precio y calidad.
- Ley de empresas públicas.

2.4.2 Identificación de los niveles crisis

Para identificar que tan grave es la crisis en la cual la Compañía se encuentra, es necesario conocer los distintos niveles de crisis por los que puede atravesar una empresa, no únicamente desde el aspecto financiero sino también dentro de las diferentes áreas de la organización.

La posibilidad de una crisis financiera forma parte de la propia naturaleza de todas las empresas indistintamente del tamaño que sea. Las estadísticas de quiebras de cualquier país así lo confirman. (“Los cinco pecados capitales de las Pymes”). Ninguna empresa está exenta de ese fatídico riesgo. Incluso, como es sabido, un período de rápido crecimiento de la empresa puede convertirse en una situación de crisis.

Waisman (2007) en su libro *Recuperación de Empresas en crisis* muestra que:

Las situaciones de crisis se pueden dividir en tres niveles de creciente peligrosidad, dependiendo el nivel de compromiso en que se encuentre la supervivencia de la compañía, y resultan muy importante identificar en qué

nivel se encuentra la empresa para porque permite determinar el tiempo disponible y definir las primeras acciones de recuperación (pág. 15).



Gráfico 15 Niveles de crisis empresarial

Elaborado por: Autoría propia

- Nivel 1: Crisis en potencia(ambulatorio)
- Nivel 2: Crisis en desarrollo (terapia intermedia)
- Nivel 3: Crisis total (terapia intensiva)

2.4.2.1 Nivel 1: Crisis en potencia

Es una de las más delicadas ya que se produce en empresas en las que una situación financiera aparentemente sólida y saludable induce a sus responsables a la auto-complacencia y a descuidar el análisis de la organización, lo que les impide determinar en qué áreas debe cambiar la empresa con el fin de adaptarse eficazmente a las transformaciones que se están produciendo en el entorno. La situación de crisis en potencia se genera cuando, a pesar de en qué en el entorno se están produciendo

cambios importantes, la empresa sigue aferrada a sus valores y enfoques tradicionales y a la forma “como siempre se han hecho aquí las cosas”.

En el caso de estudio, la Compañía heredó los procesos y tecnología del antiguo Comisariato, con una nueva razón social y nuevo equipo de trabajo, con lo que inicia el proceso de gestación de crisis, evidenciándose en el año 2009, los siguientes problemas:

➤ Las acciones interpuestas por los ex trabajadores del anterior comisariato interrumpieron la operación de COSSFA S.A. durante su primer semestre, ocasionando que el inventario se caducara, se acumulen pérdidas por costos fijos mensuales y existan faltantes de mercaderías. Esta situación, afectó la fidelidad de la clientela cautiva y la confianza de proveedores claves, como: Unilever, Nestlé, Pronaca, Quifatex quienes abastecen más del 40% al supermercado.

➤ El entorno empresarial en el que nació la empresa es de una alta competencia y agresividad, existen altos niveles tecnológicos, el mercado se encuentra centralizado en pocos competidores con amplias ventajas competitivas en relación a precio, variedad, marketing agresivo y valoración de beneficios que percibe la clientela.

➤ El recurso humano de la Compañía, fue renovado en su totalidad con alrededor de 340 personas, cuya curva de aprendizaje también comenzaba, con el nacimiento de la Compañía, y su desconocimiento de la herramienta informática afectó la operación del negocio y la confiabilidad de la información.

➤ La logística estuvo manejada desde dos centros de distribución a nivel nacional (Quito Norte y Sur) con políticas y procedimientos de control interno, muy débiles, que se evidencia en los faltantes importantes que la Compañía ha tenido en este tiempo.

➤ Nació con altos niveles de financiamiento por parte de sus accionistas, que sirvieron para apalancar su período de interrupción de operaciones y retomarlas una vez solventado el percance. La pérdida generada en su primer ejercicio económico ascendió a US \$623 mil.

➤ El liderazgo en este período fue altamente autoritario, exponiendo al recurso humano a excesivas jornadas laborales, con el propósito de recuperar el tiempo perdido y estabilizar el negocio. El insuficiente conocimiento del giro de negocio, ocasionó que las decisiones adoptadas estén enfocadas a soluciones a corto plazo, que impedía trabajar en la visión estratégico futuro; las metas fijadas desde su inicio eran altamente optimistas, que no se pudieron cumplir, afectando la motivación del equipo de trabajo y las expectativas de los accionistas.

Fue un momento de iniciar el tratamiento prolongado de mejora continua, orientado a modificar algunos patrones de conducta que podrían deteriorar la salud económica financiera en el futuro, sin embargo, se subestimaron estos hechos, asumiendo que era temporal y propio de la creación de la Empresa.

2.4.2.2 Nivel 2: Crisis en desarrollo

La crisis en gestación y desarrollo, comienza cuando se muestran los primeros síntomas típicos de una situación de crisis, como: problemas de liquidez, cobros, mercado, descenso de rentabilidad, debilidad en imagen y reputación, etc.

COSSFA S.A. después de la interrupción en sus operaciones, retoma su giro normal del negocio; a pesar de ello, se presentan en esta etapa los siguientes síntomas que hacen que su crisis en potencia, pase al siguiente nivel, y cuyas señales de alarma son:

- Problemas de liquidez: al cierre de su segundo año de operación, el déficit de caja de US\$ 232 mil, la pérdida de capital circulante o capital de trabajo (tesorería) alcanza US\$ 4.3 millones.

- Problemas en el área de los cobros: sus cobros son de 170 días mientras que los pagos a sus proveedores son 43 días menos. Se incrementan las ventas a crédito directo, afectando el flujo de la Compañía y la carga operativa que significa manejar las cuentas de sus clientes, siendo esta modalidad muy aislada en este tipo de negocios.

- Problemas con la rentabilidad: a pesar de que las ventas crecen en un 84% pasando de US \$19 millones en el 2010 a US \$35 millones en el 2011, los niveles de rentabilidad apenas crecen un 8% y si consideramos los costos y gastos operativos, su margen es negativo, lo cual repercute en todas las áreas de la empresa.

➤ Problemas con la administración y control de sus puntos de venta: la mayor parte de las ventas (69%) se concentran en Quito, desviando la atención a los puntos de venta que se encuentran fuera de la ciudad y podrían ser más rentables.

➤ Problemas con sus recursos materiales y tecnológicos.- El proceso logístico de los inventarios, rubro principal del giro de negocio, no se encuentra consolidado tanto en el procedimiento como en el control de manejo de inventario local y regional; la correcta distribución de bodegas que permita optimizar la infraestructura disponible minimizando el costo financiero de mantener recursos inmovilizados de inventario en cuentas de la Empresa.

➤ Problemas en el mercado: la Compañía no logra recuperar la imagen y reputación en el mercado perdida en su fase inicial.

➤ Problemas con la calidad: exceso de reclamaciones y quejas por producto caducado o en mal estado, incapacidad para satisfacer las expectativas de clientes importantes, incremento de las devoluciones.

➤ Problemas con el personal: la moral laboral empeora, incapacidad para contratar personal de calidad cuya cotización en el mercado fueron mayores a las que la Compañía podría contratar, alto nivel de rotación y ausentismo por desmotivación del personal, descenso de los niveles de productividad, por exceso en su carga horaria.

➤ Problemas con la organización de la empresa: confusión y conflictos frecuentes, indefinición en la asignación de responsabilidades, deficiente comunicación interna, el autoritarismo aumenta.

➤ Problemas de gestión: excesiva centralización de las decisiones, desenfoco de su giro de negocio central, planteando varios objetivos como ventas a unidades militares de ranchos, ventas de municiones y armamento, uniformes.

➤ Problemas de ajuste con el entorno: la empresa sigue operando con los mismos métodos y sistemas a pesar de que sus responsables son conscientes de los cambios que se están produciendo en el entorno (“no hay peor ciego que el que no quiere ver”), dichos cambios implican mayor presupuesto, que la Compañía no contaba.

➤ Problemas con la planificación y las previsiones: los niveles de mando no saben cómo predecir lo que va a suceder en el entorno a corto plazo, y las veces que lo hace son excesivamente positivas.

➤ Problemas en el área de la innovación: la empresa se resiste a innovar o a mejorar sus productos, servicios, sistemas, enfoques de gestión. Cambio de Gerencias General y Comercial causa una desviación de los objetivos alcanzables a nivel empresa, esto a su vez genera un desconcierto de los stakeholders al no tener una consistencia del nivel gerencial.

➤ Problemas con los productos y negociación con proveedores: el nivel de facturación de la empresa hace que algunos proveedores grandes no lo vean atractivo para distribución directa lo que origina que deba negociar a través de distribuidores, perdiendo márgenes al ir a través de un tercero para llegar al fabricante directo. Las empresas grandes dan preferencia de producto a los competidores líderes de mercado en relación a variedad de productos cuando estos son escasos, relegando a los pequeños competidores como el caso de COSSFA S.A. a verse restringidos en sus pedidos. Al inicio de la compañía se tenía un proceso de calificación riguroso de los proveedores, mismo que se realizaba a través de la compañía COFACE este proceso por ser costoso fue relegado de la compañía, al momento no existe un proceso eficiente de calificación de proveedores y nuevos productos.

2.4.2.3 Nivel 3: Crisis total

La crisis total, ocurre cuando definitivamente la empresa no puede recuperarse de las alertas que se han presentado en la etapa de gestión y desarrollo como: flujo de caja negativo y no puede hacer frente a sus gastos operativos, ni tiene la capacidad de conseguir financiamiento adicional, con alto nivel de conflicto entre el personal, con utilidades negativas; configura un cuadro de gravedad extrema similar al estado de terapia intensiva. Definitivamente es un caos general, se tiene incapacidad total para frenar el deterioro de la empresa.

COSSFA S.A. llega a este nuevo nivel durante al año 2012, en el cual sigue estancada en su etapa de crisis, e incluso pierde todo tipo de apoyo económico financiero del accionista, debido a la falta de cumplimiento de metas, innovación,

resultados negativos permanente que no generan valor al accionista, lo cual lo ratifica el indicador EVA que en todos los años fue negativo.

En esta etapa, se presenta adicionalmente una crisis gerencial, puesto que han pasado tres Gerentes Generales en menos de un año, rotación de Gerencias Medias en sus áreas más críticas en el mismo período de tiempo.

La desmotivación del personal se hace evidente, la organización se ha convertido en otro lugar para trabajar, la gente pierde fe en su capacidad de prevalecer, por lo que se da rotación en mandos operativos está afectando a la operación normal del negocio.

Empieza la reestructuración crónica de la empresa, se recortan los gastos al extremo, sin que esto pueda ayudar a generar rentabilidad y motivación de los empleados, la estructura se acorta sin embargo, no existe una decisión estratégica concreta, sino se vuelven circunstanciales.

La empresa a pesar de acercarse al punto de equilibrio, puede entrar en etapa de quiebra, debido a que la caja como se ha observado en el análisis de flujo de efectivo no ha generado la suficiente liquidez que permita enfrentar sus compromisos, sino que por el contrario sigue apalancándose en proveedores que están impagos. Como dice Collins en su libro como Caen los Poderosos: "... las organizaciones no mueren por falta de utilidades, mueren por falta de efectivo". (Collins, 2010, pág. 35)

De mantener su gestión en las mismas condiciones y no tomar cursos de acción en las debilidades aquí expuestas, en el año 2013 ésta situación de crisis podría empeorar, resulta imperativo tomar decisiones estratégicas y definitivas, pudiendo llegar incluso a redefinir el modelo de negocio, lo cual implica y demanda de mayores capacidades profesionales, experiencia y visión de negocio, a fin de explotar las ventajas y oportunidades de rentabilidad que ofrece este segmento comercial, caso contrario los resultados de COSSFA S.A. seguirán siendo desfavorables y el deterioro patrimonial será aún mayor.

CAPÍTULO III

ESTRATEGIA DE RECUPERACIÓN

En el presente capítulo, una vez determinada la crisis es importante conocer una de las posibles estrategias que puede tomar la Alta Dirección, es decir, que debería hacer para salir de la misma, y el efecto financiero de tomar dicha alternativa.

En las intervenciones al estilo José Tomás se explica.

En primer lugar, definir el campo de acción, yendo a lo esencial, sin buscar el detalle; construir los puntos de apoyo; y tomar rápidamente las primeras medidas operativas. Controlar y medir las primeras acciones de la nueva etapa es clave, junto con adaptar las estructuras a la nueva situación. Comunicar constantemente a los stakeholders (grupos de interés) y afianzar el liderazgo es también importante, a juicio de estos expertos. Los campos de actuación son muy variados: desde la estrategia comercial y de marketing o los recursos humanos, pasando por las mejoras en la cadena productiva, tratando de paso de mejorar la estructura financiera mediante la implementación de sistemas de mejora continua de procesos. (pág. 1)

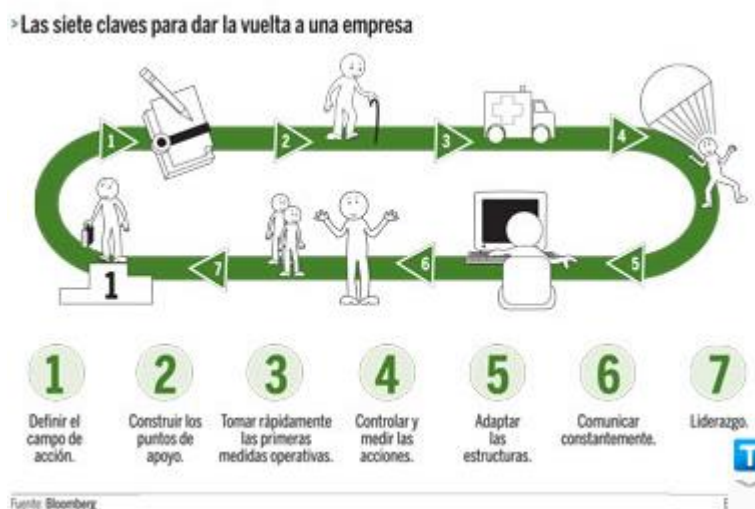


Gráfico 16 Siete claves para dar la vuelta a una empresa

Elaborado por: IMPROVEN

En el libro Gestionando en el nuevo entorno Consejos prácticos, se muestra el “Decálogo de oportunidades estratégicas y operativas” (Improven, 2009, pág. 4)

1. Redefine tu estrategia en función del nuevo entorno.
2. Controla la caja, la rentabilidad y la morosidad.
3. Refinancia la deuda y optimiza el circulante.
4. Innova ante las nuevas necesidades de tus clientes.
5. Focaliza en tus buenos clientes y productos, y abandona el resto.
6. Vender es clave, pero minimiza riesgos y costos.
7. No bajes los precios indiscriminadamente.
8. Produce sólo lo que vendes y mejora la productividad.
9. Aprovecha las infinitas posibilidades de la gestión de compras.
10. Rediseña la organización, fideliza el talento y toma decisiones.

3.1 Definir el campo de acción

Waisman (2007) explica los pasos para salir de una crisis:

El primer paso es enfocarse en la disciplina y el orden en especial, en una organización en donde se presentan grandes desordenes administrativos. Es importante evaluar la dirección de la empresa en crisis, y de ser necesario evaluar una remoción o cambio de funciones en el management, es adicional importante evaluar las funciones claves de la organización. (pág. 7)

- ✓ Gerencia General
- ✓ Auditoría Interna
- ✓ Gerencia de Ventas
- ✓ Gerencia de Finanzas

“En tiempos turbulentos, se debe elegir bien hacia dónde se quiere llevar la empresa, focalizando en el *core business* y desinvirtiendo de las Unidades de Negocio y los activos no estratégicos”. (Improven, 2009, pág. 11)

Serra (2007) define al core business:

Es el corazón del negocio, es el conjunto de actividades que realiza una empresa y que la caracterizan, definen y diferencian en el mercado. Se refiere en gestión empresarial, a aquella actividad capaz de generar valor y que resulta necesaria para establecer una ventaja competitiva beneficiosa para la organización (pág. 1).

La metodología presentada es una de las propuestas a ser analizada por la Alta Dirección y su Equipo Directivo, en función de las expectativas del negocio y sus resultados históricos de tomar el riesgo de seguir apostando por la organización, siguiendo las principales medidas de acción que se presentan en la gráfica a continuación.

Tabla 20 Principales medidas de acción

<ol style="list-style-type: none">1. Ajuste de la capacidad de las ventas2. Redefinición de la estrategia de precios3. Focalización en buenos productos4. Focalización en buenos clientes5. Redefinición de la propuesta de valor6. Reducción de stocks7. Gestión de la morosidad8. Control de caja, rentabilidad y costos9. Reestructuración de deuda10. Desinversión de Unidades de Negocio no rentables

Fuente: II Estudio sobre Gestión de Riesgos, IMPROVEN
Elaborado por: IMPROVEN

3.2 Tomar rápidamente las primeras medidas operativas

IMPROVEN (2009) en su exposición señala:

En tiempos de bonanza, las ventas son el creador de valor por excelencia. Sin embargo, en tiempos de crisis no son el mayor destructor de valor en la organización. Reestructurar adecuadamente los costes, optimizar el circulante, contener la morosidad, refinanciar la deuda o no, bajar los precios indiscriminadamente tienen

un impacto más importante a corto plazo sobre la rentabilidad y la liquidez que la cifra de ventas. (pág. 11)

3.2.1 Redefinición de la propuesta de valor

“Hay que reinventarse y adaptarse a las nuevas necesidades de los clientes a fin de ser competitivos. Todo esto genera opciones para la innovación que suponen una gran oportunidad”. (Waisman, 2007, pág. 75)

El antiguo Servicio Social tenía como enfoque variedad de productos a precios económicos, presencia de marcas y se lo catalogaba como exclusivo ya que únicamente podía ingresar personal militar.

La propuesta que realizamos, es que el core business se centre en darle esa ventaja competitiva recuperar marcas de renombre, precios bajos, proponiendo una estrategia de reinversión pero manteniendo la esencia del negocio como tal. Es decir, una estrategia de liderazgo en costos considerando el posicionamiento que tuvo el Servicio Social de variedad y precios económicos.

3.2.2 Ajuste de la capacidad de las ventas y desinvertir puntos de venta no rentables.

Vender es clave, pero minimizando riesgos y costos. No se debe poner en juego la supervivencia de la empresa haciendo previsiones demasiado optimistas.

En el análisis de los Estados de Pérdidas y Ganancias por puntos de venta (Capítulo II) se había concluido que del total de ventas anuales, el 69% corresponden a los puntos de venta de Quito (Norte y Sur) y apenas el 31% a los puntos de ventas restantes, si bien es cierto el resultado final del punto de venta norte, no fue positivo en 2011, al 2012 la situación se revierte, por lo que se plantea la posibilidad de enfocar todos los esfuerzos en estos dos puntos de venta en la ciudad de Quito para obtener mejores resultados y desinvertir del resto de puntos de venta.

Una vez se logre estabilizar estos puntos de venta, desde el punto de vista de experticia en el personal, en los procesos de cadena de valor y en ventas, se plantearía un programa de crecimiento a nivel nacional, aperturando paulatinamente sus puntos de venta cuya ubicación geográfica debería analizar si debe estar dentro o no de una unidad militar.

3.2.3 Redefinición de la estrategia de precios, productos y clientes

Aunque parezca que bajar los precios es lo mejor para no perder ventas y no comprometerla viabilidad de la empresa, es un grave error hacerlo indiscriminadamente porque es un importante destructor de rentabilidad. Esto se ha evidenciado en la compañía con el descuento adicional por venta a crédito, ya que el concepto financiero del dinero de valor en el tiempo es a mayor riesgo mayor tasa de rendimiento, por lo tanto es financieramente recomendable retirar el descuento en ventas a crédito.

Servicio al Cliente es fundamental por lo que se propone capacitar o sustituir al personal en contacto con el cliente que no demuestre actitud de servicio.

Para la aplicación en la empresa, si los productos o servicios están dedicados a familia militar, podríamos optar por dirigir mayores esfuerzos publicitarios, básicamente, para que las personas civiles y de otros rangos de edad y de otros niveles socioeconómicos, conozcan que los comisariatos están atendiendo también a este segmento.

Para ello, puede ser necesario comercializar nuevos bienes y prestar nuevos servicios, de modo que también puedan satisfacer las necesidades o deseos de los otros tipos de consumidores. Para ello es necesario recuperar la liquidez, cumpliendo a tiempo los pagos a proveedores, ganando la confianza de marcas reconocidas para que los productos se encuentren en el mercado.

Es importante realizar una estrategia de diferenciación de precios y formas de pago, separando lo que es precio de contado de lo que es crédito, considerando que en crédito se tiene costos administrativos del ciclo, es decir, calificación, recuperación, gestión de cobro y morosidad. Las dos formas de precio deben tener rentabilidades diferentes asociadas al riesgo de cada una.

3.2.4 Focalización en los buenos clientes y productos, abandonar el resto.

Gestión de morosidad

Una parte importante de los clientes (20-30%) y productos (50%) no son rentables. Reconvertirlos es un trabajo prioritario, debiendo abandonar los que no se consigan mejorar. Tras abandonar los clientes y productos no estratégicos, fidelizar a los buenos clientes es necesario para asegurar la viabilidad en el largo plazo.

La liquidez ha sido crítica por tanto, se propone la eliminación del crédito directo hasta que no se encuentre la vía adecuada de financiamiento. La cartera que tiene al momento COSSFA S.A. se puede negociar con casas o entidades financieras para vender la cartera total, generar liquidez y atender a los proveedores pendientes de pago priorizando el 80/20 que sirva para atender a los puntos de venta que permanecerían, adicionalmente es importante cuidar las relaciones con los proveedores para que apoyen la etapa de recuperación y su posible expansión futura de financiarlo, esto con el objetivo de mantener la caja y detener la hemorragia manteniendo solo precios de contado, cheque y tarjeta de crédito.

3.2.5 Reducción de stocks.

Mejorar la gestión de compras y pagar a tiempo a proveedores, para aprovecharlas es muy importante identificar las fuentes de mejora en esta área y focalizarse en ellas con una metodología. Implantar una gestión óptima en el manejo de inventarios.

Para el manejo de inventarios es importante clasificarlo por costo, demanda y necesidad. Realizar un análisis ABC de inventario, concentrarnos en el 80/20 para enfocar la gestión en los productos de mayor rotación y preferencia de la clientela, no sin descuidar la variedad de productos y marcas.

En el caso de la empresa, es importante el antecedente histórico de acumular inventario innecesariamente lo que le ha llevado a tener altos niveles de inmovilizado y pérdidas por la falta de control, por lo que es necesario mantener el stock en lotes óptimos de producto, reponer rápidamente el inventario coordinando con los proveedores con el objetivo de tener bodegas pequeñas que no demanden demasiada inversión.

3.2.6 Controlar la caja, la rentabilidad y costos

Se debe cambiar del enfoque de resultados al enfoque de caja. Por ello, saber dónde se encuentra cada dólar de la empresa en cuanto a caja y rentabilidad debe ser una prioridad para poder tomar las mejores decisiones.

La gestión presupuestaria, los sistemas de costos y el Cuadro de Mando son las herramientas básicas. Además, se debe prestar atención a la morosidad y la gestión de riesgos a fin de evitar sorpresas desagradables.

3.2.7 Reestructuración de deuda.

Improven (2009) cita:

La caja es el rey en tiempos difíciles y la gestión del día a día debe estar siempre en mente. La refinanciación de la deuda tanto con entidades financieras como con otros acreedores son elementos clave. La reestructuración financiera no tiene sentido sin la reestructuración operativa y estratégica del negocio. De poco sirve salvar el presente inmediato de la compañía, si el negocio no tiene futuro. (pág. 14)

El pasivo menor a un año histórico de la compañía, se ha situado en niveles del 80% donde su principal deuda es con proveedores, instituciones financieras y empresas relacionadas, en tal sentido se plantea dos alternativas:

- ✓ Renegociar plazos con los proveedores para extender el tiempo de pago y dar oxígeno al flujo de caja.

- ✓ La deuda que se encuentra en instituciones financieras y empresas relacionadas se debe reorientar a extender el plazo de pago, es decir, refinanciar las operaciones a largo plazo.

3.2.8 Redimensionamiento de estructura y plantillas.

Los tiempos de crisis siempre llevan asociados cambios organizativos y reestructuración de plantillas. Tras haber adecuado los recursos a las ventas, se debe

mejorar la productividad con la definición de procesos y responsabilidades, la dirección por objetivos y la retribución variable.

Los cambios propuestos como se ha venido mencionando durante el presente capítulo, necesariamente tienen que venir acompañados de revisar y definir el modelo de negocio, procesos eficientes, tomar decisiones rápidas y acertadas; y, se lo complementa al mencionar que se debe tener tecnología de información acorde a la necesidad del negocio en medio del mundo globalizado en el que vivimos.

La nómina de la empresa se encuentra centrada en 262 personas, al momento que se plantea redimensionar la estructura y al contar con los puntos de venta Norte y Sur, estimamos que exista una reducción del 40% de la plantilla total.

Se recomienda se mantengan los mejores talentos con la finalidad de apoyarse del conocimiento y actitud que tengan los colaboradores de sacar la empresa adelante, se propone revisar los contratos de trabajo esto con la finalidad de proponer esquemas que midan el rendimiento a través de una remuneración fija y variable por cumplimiento de objetivos.

El control interno es una parte fundamental para la gestión del negocio, en especial, en aquellos rubros donde la empresa ha experimentado sus mayores oportunidades de mejora, es así, que el control de inventarios de ser posible, debe ser diario, caso contrario los recursos pueden desviarse generando grandes perjuicios para la compañía, tomas físicas permanentes, acuerdos con los empleados referente a los faltantes, control de fechas de caducidad y acuerdos con los proveedores para la

devolución oportuna del producto, lleva a que el inventario, corazón del negocio se encuentre controlado y sea rentable para la compañía.

3.3 Controlar y medir las acciones

Los siguientes elementos del estudio realizado por IMPROVEN, que han demostrado el éxito en la implementación son los que se resumen en:

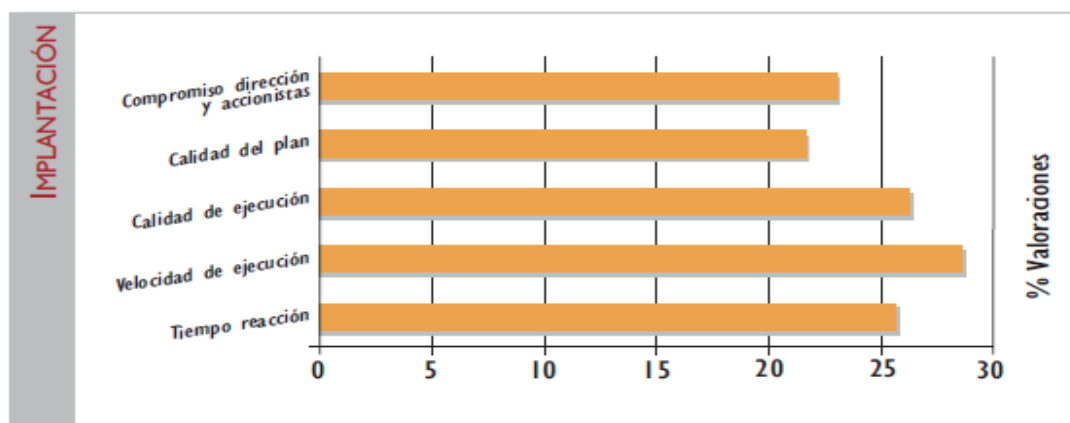


Gráfico 17 Elementos de éxito en implementación de acciones

Elaborado por: IMPROVEN

Lo importante que demuestra la gráfica, es que hacer cambios tomando decisiones y ejecutándolas con rapidez resulta más decisivo que un plan perfecto y minucioso, pero lento en su desarrollo e implantación.

3.4 Comunicación constante

Sin duda mantener al equipo informado de los esfuerzos para recuperar a la empresa de la etapa de crisis es fundamental. “Los artífices de las organizaciones

extraordinarias se aseguran primero de contar con las personas indicadas.... Siempre piensan primero en quien y después en el qué”. (Collins, 2010, pág. 173)

Para mejorar la comunicación en la empresa recomendamos:

- ✓ Transmitir cuál es la visión de la empresa y compartir el motivo del cambio.
- ✓ Comunicar adecuadamente el proceso de cambio. Empatizar
- ✓ Planificar a fin de que no haya sorpresas de última hora.
- ✓ Hacer partícipe al equipo directivo en la toma de decisiones
- ✓ Cuidar los detalles y tratar a las personas con dignidad es fundamental.
- ✓ Transmitir realismo positivo al equipo de trabajo.
- ✓ Comprometer a los colaboradores. Se necesitan las capacidades y habilidades del equipo al 100%

- ✓ Decir siempre la verdad, aunque resulte dura.

3.5 Liderazgo

Collins (2010) presenta a la calidad de líderes:

Los líderes de nivel cinco sienten ambición ante todo por la causa, la organización, el trabajo, no por sus propios intereses, y tienen una voluntad de hierro que los impulsa a hacer necesario para hacer realidad esa ambición. Un líder muestra una mezcla paradójica de humildad personal y voluntad profesional. (pág. 172)

Para mejorar el liderazgo en época de crisis recomendamos:

- ✓ Trabajar bajo cifras y hechos para evitar tomar malas decisiones en este momento.
- ✓ Tomar las decisiones más relevantes que contribuya en la mejora de resultados.
- ✓ Focalizar tiempo y tu esfuerzo en los temas claves. Actuar siempre bajo la ley de Pareto (80/20).
- ✓ Sentido de urgencia: es más importante la velocidad incluso por encima de la precisión.
- ✓ Transmitir sensación de celeridad al equipo.
- ✓ Obsesionarse por los resultados a corto plazo, su planificación y su seguimiento.
- ✓ Los excesos de los tiempos de bonanza hay que erradicarlos y, ahora, la austeridad y el esfuerzo deben impregnarse en la organización.

3.6 Valoración financiera

Una vez que se ha procedido a delimitar las acciones para salir de la crisis, como una de las propuestas para la Alta Dirección, se procederá a desarrollar la valoración de continuidad del negocio que recoge las recomendaciones realizadas en el punto 3.3, recomendaciones a ser consideradas dentro del plan para mejorar la rentabilidad y liquidez de la empresa con el objetivo de evaluar si financieramente la compañía puede llegar a recuperar el valor del accionista y generar valor.

Vega (2010) en relación al plan estratégico y la estrategia cita:

La formulación del plan estratégico y su adecuada implementación son las actividades clave en el desarrollo de la empresa y, consecuentemente, una de las responsabilidades críticas de la alta dirección. Una estrategia bien implementada debe producir unos resultados financieros que impliquen crear valor. Si no es así, o bien la estrategia no es la adecuada, o bien no se ha implementado correctamente. (pág. 15)

3.6.1 Principales hipótesis

La valoración de continuidad del negocio, se ha elaborado en función de la propuesta de recuperación planteada y un probable tiempo en la que el accionista podría llegar a recuperar su inversión, se tomó como año final al 2019, siendo el décimo año de operación efectiva del negocio (2009 año de constitución). Los supuestos se encuentran en las tablas 20 y 21. A continuación un breve resumen de las hipótesis empleadas:

➤ Proyección de Ventas

Se determinó en función del análisis histórico por punto de venta a los años 2011 y 2012 como referencia, y para la proyección de venta se estimó que si el 69% del negocio se encuentra en Quito como sería su comportamiento si solo permanecen estos dos puntos de venta. Así, como un crecimiento en el margen bruto conservador en los dos puntos de venta en Norte de un punto porcentual cada año y en Sur

crecimiento al 2014 de dos puntos porcentuales por su anclaje, posteriormente creciendo en un punto porcentual.

➤ Políticas comerciales

Se realizó la simulación con los días reales tanto en 2011 como en 2012, y se les estableció metas de acuerdo a lo planteado en el punto 3.3 del presente capítulo, en relación a: cuentas por cobrar (disminuir el financiamiento eliminando crédito corriente), cuentas por pagar (cancelando en tiempos que permitan realizar negociación de márgenes y plazos), e inventarios (llegando con el tiempo a manejar un justo a tiempo en aprovisionamiento).

➤ Activos Fijos

Se partió de los valores reales tanto para el 2011 como para el 2012, realizando una proyección hasta el 2019 incorporando inversión a partir del año 2014 para adquisición de un software que apoye a la operación en \$400 mil, en el 2015 cambio de mobiliario por \$50 mil, y en 2016 para repotenciación de cuartos fríos, y mejoras al sistema informático.

Tabla 21 Supuestos Estado de Resultados

CUENTA	DESCRIPCIÓN
VENTAS	En el 2013 se cierran todos los puntos de venta excepto Norte y Sur. En el 2013 se reduce el 11% de la venta generada al 2012. A partir del año 2014 se plantea un crecimiento constante del 4% en función de las perspectivas económicas emitidas por la Cámara de Comercio de Guayaquil.
COSTO DE VENTAS Y MARGEN BRUTO	Planteado en función de la capacidad de negociación con los diferentes proveedores, siendo un factor crítico de éxito y considerando que la empresa ha vendido volúmenes importantes, y uno de los problemas es el margen bruto de operación que refleja la capacidad de negociación con proveedores y la política de descuentos empleada. En el 2013 se estima que se retira el descuento del 5% por pagos a crédito y se empieza a trabajar con pagos de contado o equivalentes.
GASTOS OPERATIVOS	Reducción en el 2013 proveniente del cierre de puntos de venta en provincias incrementa gastos de personal por liquidaciones, posteriormente los gastos se proyectan con un nivel adecuado de asignación, se le incrementó el 5% en función a la inflación promedio del 2012 como un valor constante, y gastos de venta directamente relacionados a operación
GASTOS FINANCIEROS	En función de los financiamientos con los que cuenta actualmente la empresa, y comisión de tarjeta de crédito que representa el 1% de la facturación.
OTROS INGRESOS	Se proyectó con los arriendos de los locales con los que opera actualmente, y el 3% del total de ingresos por cobro de arriendo en perchas a todos los proveedores.
OTROS EGRESOS	Se proyectó como un importe constante, equivalente al promedio de los dos últimos años.

Fuente: COSSFA S.A.
Elaborado por: Autoría propia

Tabla 22 Supuestos Balance de Situación

CUENTA	DESCRIPCIÓN
CUENTAS POR COBRAR	Esta cuenta ha sido proyectada en función al número de días de rotación que las cuentas por cobrar al 2013 con un mínimo en la cuenta esto es 21 días, para posteriormente manejar una política de 10 días para clientes personas jurídicas
INVENTARIO	Esta cuenta ha sido proyectada en función al número de días de rotación que el inventario al 2013 con 35 días, para posteriormente manejar una política de 19 días esto con el objetivo de mantener niveles óptimos de inventario just in time y con un ciclo óptimo de reposición.
PROPIEDAD, PLANTA Y EQUIPO	<p>Los activos fueron identificados por cuenta contable y depreciados en base a las tasas de depreciación tributarias aceptadas en Ecuador. La depreciación del período fue asignada a Gastos Operativos en el Estado de Resultados.</p> <p>Las proyecciones anuales del activo fijo bruto se basaron en el activo fijo bruto existente al cierre del periodo anterior más la inversión correspondiente al periodo de proyección.</p>
PROVEEDORES Y OTRAS CUENTAS POR PAGAR	Esta cuenta ha sido proyectada en función al número de días de rotación que las cuentas por pagar comerciales han presentado en promedio en los dos últimos años (90 días) y en función del costo de ventas proyectado. En el 2013 se estima un promedio de 75 días, llegando a estabilizar la operación a 60 días.
IMPUESTOS POR PAGAR	Se determinó el monto del impuesto a la renta pagado por adelantado y a continuación se calculó el pago de los impuestos correspondientes a cada año para de esta forma calcular los impuestos por pagar en función a la diferencia entre el monto imponible (22%) y lo efectivamente pagado (adelantado).
CAPITAL SOCIAL Y APORTES FUTURAS CAPITALIZACIONES	Se estima que los aportes para futuras capitalizaciones sean capitalizadas en el año 2013

Fuente: COSSFA S.A.
Elaborado por: Autoría propia

Tabla 23 Anexo de Ventas y Costo de Ventas

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
VENTAS	35,545,738	39,181,471	28,143,224	24,900,324	25,896,337	26,932,190	28,009,478	29,129,857	30,295,051
NORTE	16,969,506	18,965,605	16,879,388	17,554,564	18,256,747	18,987,016	19,746,497	20,536,357	21,357,811
SUR	7,358,220	7,936,214	7,063,230	7,345,760	7,639,590	7,945,174	8,262,981	8,593,500	8,937,240
GUAYAS	1,583,549	2,131,793	1,279,076	-	-	-	-	-	-
RIOBAMBA	1,219,031	1,528,213	764,107	-	-	-	-	-	-
PASTAZA	1,549,244	1,444,979	722,490	-	-	-	-	-	-
RESTO DE SUCURSALES	6,866,188	7,174,667	1,434,933	-	-	-	-	-	-
% VARIACIÓN		10%	-11%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Costo de Ventas	31,083,027	33,597,308	23,900,464	20,843,951	21,418,746	22,006,174	22,606,326	23,219,280	23,845,101
NORTE	14,752,463	16,026,281	14,125,706	14,515,188	14,913,229	15,319,888	15,735,218	16,159,263	16,592,056
SUR	6,535,174	6,967,802	6,155,981	6,328,763	6,505,517	6,686,286	6,871,108	7,060,017	7,253,046
GUAYAS	1,384,786	1,835,651	1,101,391	-	-	-	-	-	-
RIOBAMBA	1,058,085	1,304,768	652,384	-	-	-	-	-	-
PASTAZA	1,341,615	1,241,471	620,735	-	-	-	-	-	-
RESTO DE SUCURSALES	6,010,904	6,221,335	1,244,267	-	-	-	-	-	-
% VARIACIÓN		8%	-29%	-13%	3%	3%	3%	3%	3%
MARGEN BRUTO	4,462,711	5,584,163	4,242,760	4,056,372	4,477,591	4,926,016	5,403,152	5,910,576	6,449,950
Margen Bruto %	12.6%	14.3%	15.1%	16.3%	17.3%	18.3%	19.3%	20.3%	21.3%

Fuente: COSSFA S.A.
Elaborado por: Autoría propia

Tabla 24 Margen Bruto de Ventas

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Margen Bruto %	12.6%	14.3%	15.1%	16.3%	17.3%	18.3%	19.3%	20.3%	21.3%
NORTE	13.1%	15.5%	16.3%	17.3%	18.3%	19.3%	20.3%	21.3%	22.3%
SUR	11.2%	12.2%	12.8%	13.8%	14.8%	15.8%	16.8%	17.8%	18.8%
GUAYAS	12.6%	13.9%	13.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
RIOBAMBA	13.2%	14.6%	14.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
PASTAZA	13.4%	14.1%	14.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
RESTO DE SUCURSALES	12.5%	13.3%	13.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Fuente: COSSFA S.A.
Elaborado por: Autoría propia

Tabla 25 Políticas comerciales

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Rotaciones de Cuentas por Cobrar (días)	64	45	30	21	15	15	15	15	15	26
Rotaciones de Cuentas por Pagar (días)	99	91	79	55	55	55	55	55	55	67
Rotaciones de Inventarios (días)	73	52	56	50	45	41	37	33	30	46

Fuente: COSSFA S.A.
Elaborado por: Autoría propia

Tabla 26 Gastos operacionales Norte, Sur y Guayas

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
GASTOS OPERACIONALES	6,968,767	6,531,435	4,573,912	3,998,058	4,129,065	4,303,914	4,477,582	4,815,868	4,962,978
% VARIACIÓN		-6%	-30%	-13%	3%	4%	4%	8%	3%
NORTE	3,889,377	3,425,331	2,884,949	2,969,209	3,068,997	3,166,320	3,295,250	3,540,554	3,651,417
Personal	1,405,899	1,227,711	806,627	766,092	796,736	828,605	861,749	896,219	932,068
Servicios	1,363,876	839,391	881,360	925,428	971,700	925,428	971,700	1,020,285	1,071,299
Suministros/ Materiales	124,733	172,684	181,318	190,384	199,903	190,384	199,903	209,898	220,393
Mantenimiento	282,592	160,257	168,269	176,683	185,517	194,793	204,532	214,759	225,497
Depreciación	101,427	204,215	116,619	150,636	124,756	205,110	202,485	310,317	277,521
Impuestos	459,991	652,824	581,014	604,254	628,424	653,561	679,704	706,892	735,168
Operación	150,860	168,249	149,742	155,732	161,961	168,439	175,177	182,184	189,471
SUR	1,179,868	1,348,782	1,004,339	1,028,849	1,060,068	1,137,594	1,182,333	1,275,314	1,311,562
Personal	632,091	523,101	343,860	326,415	339,471	353,050	367,172	381,859	397,134
Servicios	234,583	226,580	237,909	249,804	262,295	275,409	289,180	303,639	318,821
Suministros/ Materiales	58,032	236,840	60,934	63,981	67,180	70,539	74,066	77,769	81,657
Mantenimiento	50,510	25,255	26,518	27,844	29,236	30,698	32,232	33,844	35,536
Depreciación	21,832	15,300	48,800	63,034	52,205	85,829	84,730	129,853	116,129
Impuestos	166,961	276,981	246,513	256,374	266,629	277,294	288,386	299,921	311,918
Operación	15,859	44,725	39,805	41,397	43,053	44,775	46,566	48,429	50,366
GUAYAS	278,385	264,663	181,599	-	-	-	-	-	-
Personal	113,184	126,544	90,927						
Servicios	63,779	61,151	36,691						
Suministros/ Materiales	27,113	14,728	8,837						
Mantenimiento	24,873	10,429	6,257						
Depreciación	4,698	1,727	8,837						
Impuestos	35,932	27,911	16,747						
Operación	8,807	22,173	13,304						

Fuente: COSSFA S.A.

Elaborado por: Autoría propia

Tabla 27 Gastos operacionales Riobamba, Pastaza y Resto de Sucursales

	2011	2012	2013
RIOBAMBA	209,695	207,527	113,418
Personal	90,724	90,037	50,019
Servicios	43,695	42,814	21,407
Suministros/ Materiales	30,711	44,511	22,255
Mantenimiento	7,606	2,505	1,253
Depreciación	3,617	1,250	5,279
Impuestos	27,741	17,206	8,603
Operación	5,602	9,204	4,602
PASTAZA	239,392	199,222	113,921
Personal	102,809	88,340	54,170
Servicios	53,161	48,921	24,460
Suministros/ Materiales	17,834	20,540	10,270
Mantenimiento	13,822	3,874	1,937
Depreciación	4,597	1,364	4,992
Impuestos	35,300	27,276	13,638
Operación	11,870	8,907	4,454
RESTO DE SUCURSALES	1,172,050	1,085,909	275,686
Personal	568,587	544,130	158,826
Servicios	238,894	225,037	45,007
Suministros/ Materiales	101,430	81,082	16,216
Mantenimiento	40,371	36,832	7,366
Depreciación	20,372	7,048	9,914
Impuestos	158,493	107,164	21,433
Operación	43,902	84,617	16,923

Fuente: COSSFA S.A.

Elaborado por: Autoría propia

Tabla 28 Gasto Financiero

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PRESTAMO RELACIONADA	180,036	111,973	108,258	0	0	0	0	0	0
Capital	2,165,161								
Tasa	5%								
Plazo	365								
PRESTAMO BANCARIO	0	0	29,560	0	0	0	0	0	0
Capital	516,511								
Tasa	8.92%								
Plazo	420								
TOTAL	180,036	111,973	137,818	0	0	0	0	0	0

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
COMISIÓN TARJETA DE CRÉDITO	405,923	397,839	285,759	252,832	262,945	273,463	284,401	295,777	307,609
GASTOS FINANCIEROS	585,959	509,812	423,577	252,832	262,945	273,463	284,401	295,777	307,609

Fuente: COSSFA S.A.

Elaborado por: Autoría propia

Tabla 29 Otros Ingresos

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
OTROS INGRESOS	1,106,168	1,872,127	1,298,279	1,327,010	1,356,890	1,387,966	1,420,284	1,453,896	1,488,852
NORTE	735,283	1,281,356	848,278	868,533	889,598	911,506	934,291	957,987	982,630
SUR	214,305	319,188	450,001	458,477	467,292	476,459	485,993	495,909	506,221
GUAYAS	24,560	49,232			-				
RIOBAMBA	12,584	22,614							
PASTAZA	14,838	30,393							
RESTO DE SUCURSALES	104,598	169,344							
% VARIACIÓN		69%	-31%	2%	2%	2%	2%	2%	2%

Fuente: COSSFA S.A.
Elaborado por: Autoría propia

Tabla 30 Otros Egresos

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
OTROS EGRESOS	160,750	198,158	134,602	110,718	110,718	110,718	110,718	110,718	110,718
NORTE	64,086	83,685	73,885	73,885	73,885	73,885	73,885	73,885	73,885
SUR	35,583	38,082	36,832	36,832	36,832	36,832	36,832	36,832	36,832
GUAYAS	9,066	9,484	5,691		-				
RIOBAMBA	5,166	6,684	3,342						
PASTAZA	8,959	9,358	4,679						
RESTO DE SUCURSALES	37,890	50,865	10,173						
% VARIACIÓN		23%	-32%	5%	5%	5%	5%	5%	5%

Fuente: COSSFA S.A.
Elaborado por: Autoría propia

Tabla 31 Movimiento activo fijo

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Activo fijo bruto	1,321,214	1,380,103	1,157,128	1,557,128	1,607,128	2,607,128	2,616,744	2,966,744	2,966,744
Maquinaria y Equipo de Produccion	624,842	624,842	544,842	544,842	544,842	1,544,842	1,544,842	1,544,842	1,544,842
Vehículos	40,384	40,384	40,384	40,384	40,384	40,384	50,000	50,000	50,000
Muebles, Enseres y Equipos de Computación	302,967	308,954	247,163	247,163	297,163	297,163	297,163	297,163	297,163
Equipos Informáticos y Electrónicos	353,021	405,923	324,738	724,738	724,738	724,738	724,738	1,074,738	1,074,738
Depreciación acumulada	(187,585)	(419,417)	(613,858)	(827,529)	(1,004,489)	(1,241,885)	(1,464,100)	(1,789,270)	(2,067,921)
Maquinaria y Equipo de Produccion	(29,514)	(92,055)	(146,539)	(201,023)	(255,508)	(409,992)	(564,476)	(718,960)	(873,444)
Vehículos	(11,290)	(19,696)	(27,773)	(35,850)	(43,926)	(40,384)	(40,384)	(40,384)	(40,384)
Muebles, Enseres y Equipos de Computación	(42,349)	(73,101)	(97,817)	(122,534)	(152,250)	(181,966)	(211,683)	(241,399)	(271,115)
Equipos Informáticos y Electrónicos	(104,432)	(234,565)	(341,729)	(468,122)	(552,805)	(609,543)	(647,558)	(788,527)	(882,977)
Activo fijo neto	1,133,629	960,686	543,270	729,599	602,638	1,365,242	1,152,643	1,177,473	898,823
Depreciación del ejercicio	154,888	230,889	194,441	213,671	176,961	240,938	232,215	335,170	288,650
Maquinaria y Equipo de Produccion	27,708	62,541	54,484	54,484	54,484	154,484	154,484	154,484	154,484
Vehículos	7,581	8,406	8,077	8,077	8,077	-	10,000	10,000	10,000
Muebles, Enseres y Equipos de Computación	29,544	30,751	24,716	24,716	29,716	29,716	29,716	29,716	29,716
Equipos Informáticos y Electrónicos	90,055	129,191	107,164	126,393	84,683	56,738	38,014	140,970	94,450

Fuente: COSSFA S.A.
Elaborado por: Autoría propia

Tabla 32 Cálculo del Impuesto a la Renta

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
+ 0.2% de patrimonio total del año anterior	3,639	4,193	5,787	7,864	10,401	13,444	16,786
+ 0.2% del total de costos y gastos del año anterior, deducibles del impuesto a la renta	81,277	57,796	50,190	51,622	53,167	54,737	56,662
+ 0.4% del activo total del año anterior	53,051	30,416	25,497	30,395	36,061	42,770	49,961
+ 0.4% del total de ingresos del año anterior, gravables para efecto del impuesto a la renta	164,265	117,766	104,909	109,013	113,281	117,719	122,335
- Retenciones practicadas							
Impuesto total calculado según coeficientes	302,232	210,171	186,383	198,894	212,910	228,670	245,743
Impuesto a la Renta calculado en el Estado de Resultados	131,747	224,791	292,986	357,695	429,162	471,264	562,649
Cálculo Tributos por cobrar / (pagar)	170,485	(14,619)	(106,603)	(158,801)	(216,252)	(242,594)	(316,906)
Impuestos por cobrar	170,485	0	0	0	0	0	0
Impuestos por pagar	0	14,619	106,603	158,801	216,252	242,594	316,906

Fuente: COSSFA S.A.
Elaborado por: Autoría propia

3.6.2 Estados Financieros

“Se necesitan algunos Estados Financieros (Balance General, Estado de Resultados y Flujo de Efectivo) a fin de construir flujos de caja para valorar una inversión” (Vélez Pareja, 2006, pág. 293)

Con las proyecciones de ventas, las políticas comerciales, movimiento de activos fijos, impuestos, y los principales supuestos empleados de cada rubro de los Estados Financieros, se ha procedido a la elaboración de:

- Estado de Situación Financiera Proyectado
- Estado de Resultados Proyectado
- Estado de Flujo de caja Proyectado

Con la finalidad de determinar la viabilidad de la empresa de hacer frente a sus compromisos futuros, recuperación de la inversión del accionista en el horizonte de 10 años (considerando el alto monto invertido desde el año 2009) y los posibles riesgos de dicha decisión.

Tabla 33 Estado de Situación Financiera Proyectado

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Activos Corrientes									
Efectivo Y Equivalentes Al Efectivo	3,309,902	3,031,300	930,609	1,342,300	3,293,151	4,104,733	6,135,972	8,034,784	10,596,827
Documentos y Otras Cuentas por Cobrar	6,222,981	4,819,673	2,282,300	1,413,520	1,029,042	1,070,204	1,113,012	1,157,533	1,203,834
Inventario	3,536,471	4,121,586	3,653,824	2,867,899	2,652,286	2,452,525	2,267,469	2,096,055	1,937,294
Impuestos por Recuperar	554,309	296,770	170,485	-	-	-	-	-	-
Total Activo Corriente	13,623,663	12,269,329	7,037,217	5,623,719	6,974,479	7,627,462	9,516,453	11,288,372	13,737,955
Activos No Corrientes									
Propiedades, Planta Y Equipo	1,133,629	960,686	543,270	729,599	602,638	1,365,242	1,152,643	1,177,473	898,823
Activo por impuestos diferidos	32,808	32,808	23,565	20,850	21,684	22,551	23,453	24,391	25,367
Total Activo No Corriente	1,166,437	993,494	566,835	750,449	624,322	1,387,794	1,176,097	1,201,865	924,190
TOTAL DE ACTIVOS	14,790,100	13,262,823	7,604,052	6,374,168	7,598,802	9,015,256	10,692,550	12,490,236	14,662,145
Pasivo Corriente									
Proveedores y Otras Cuentas por Pagar	8,390,392	8,356,349	5,186,073	3,165,996	3,253,302	3,342,527	3,433,684	3,526,786	3,621,842
Obligaciones Bancarias	876,135	516,511	-	-	-	-	-	-	-
Entidades Relacionadas	2,662,209	2,165,161	-	-	-	-	-	-	-
Beneficios Empleados	212,035	221,921	159,401	141,034	146,675	152,542	158,644	164,990	171,589
Impuestos por Pagar	667,861	-	-	14,619	106,603	158,801	216,252	242,594	316,906
Total Pasivo Corriente	12,808,632	11,259,941	5,345,475	3,321,650	3,506,580	3,653,870	3,808,580	3,934,370	4,110,337
Pasivo No Corriente									
Beneficios a Empleados LP	124,564	146,851	135,708	135,708	135,708	135,708	135,708	135,708	135,708
Otras Cuentas por Pagar LP	54,775	36,774	26,414	23,371	24,305	25,278	26,289	27,340	28,434
Total Pasivo No Corriente	179,339	183,625	162,122	159,078	160,013	160,985	161,996	163,048	164,141
Total De Pasivos	12,987,971	11,443,567	5,507,596	3,480,728	3,666,593	3,814,855	3,970,576	4,097,417	4,274,479
Patrimonio neto									
Capital	50,000	50,000	8,278,531	8,278,531	8,278,531	8,278,531	8,278,531	8,278,531	8,278,531
Aportes Futuras Capitalizaciones	8,228,531	8,228,531	-	-	-	-	-	-	-
Result. Acum. Prov. Adopcion 1ra. Vez Ni	-	(55,992)	(55,992)	(55,992)	(55,992)	(55,992)	(55,992)	(55,992)	(55,992)
Resultados Acumulados Ejercicios ante	(6,476,401)	(6,373,165)	(6,403,282)	(6,126,083)	(5,329,098)	(4,290,330)	(3,022,138)	(1,500,565)	170,280
Resultado Del Ejercicio	-	(30,117)	277,200	796,985	1,038,768	1,268,192	1,521,573	1,670,845	1,994,848
Total De Patrimonio	1,802,130	1,819,256	2,096,456	2,893,441	3,932,208	5,200,401	6,721,974	8,392,819	10,387,667
TOTAL DE PASIVO Y PATRIMONIO	14,790,101	13,262,823	7,604,052	6,374,168	7,598,802	9,015,256	10,692,550	12,490,236	14,662,145

Fuente: COSSFA S.A.
Elaborado por: Autoría propia

Tabla 34 Estado de Resultados Proyectado

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
VENTAS	35,545,738	39,181,471	28,143,224	24,900,324	25,896,337	26,932,190	28,009,478	29,129,857	30,295,051
Costo de Ventas	31,083,027	33,597,308	23,900,464	20,843,951	21,418,746	22,006,174	22,606,326	23,219,280	23,845,101
MARGEN BRUTO	4,462,711	5,584,163	4,242,760	4,056,372	4,477,591	4,926,016	5,403,152	5,910,576	6,449,950
Margen Bruto %	12.6%	14.3%	15.1%	16.3%	17.3%	18.3%	19.3%	20.3%	21.3%
GASTOS OPERACIONALES	6,968,767	6,531,435	4,573,912	3,998,058	4,129,065	4,303,914	4,477,582	4,815,868	4,962,978
UTILIDAD OPERACIONAL	(2,189,290)	(947,271)	(331,152)	58,315	348,526	622,102	925,570	1,094,708	1,486,972
UTILIDAD OPERACIONAL %	-6.2%	-2.4%	-1.2%	0.2%	1.3%	2.3%	3.3%	3.8%	4.9%
INGRESOS FINANCIEROS	13,681	12,548	-	-	-	-	-	-	-
GASTOS FINANCIEROS	585,959	509,812	423,577	252,832	262,945	273,463	284,401	295,777	307,609
OTROS INGRESOS	1,106,168	1,872,127	1,298,279	1,327,010	1,356,890	1,387,966	1,420,284	1,453,896	1,488,852
OTROS EGRESOS	160,750	198,158	134,602	110,718	110,718	110,718	110,718	110,718	110,718
UTILIDAD/PÉRDIDA ANTES IMPUES	(2,132,916)	229,434	408,947	1,021,775	1,331,753	1,625,887	1,950,735	2,142,109	2,557,497
UTILIDAD/PÉRDIDA ANTES IMPUE:	-6.0%	0.6%	1.5%	4.1%	5.1%	6.0%	7.0%	7.4%	8.4%
IMPUESTO A LA RENTA	-	259,552	131,747	224,791	292,986	357,695	429,162	471,264	562,649
UTILIDAD/PÉRDIDA NETA (BDT)	(2,132,916)	(30,117)	277,200	796,985	1,038,768	1,268,192	1,521,573	1,670,845	1,994,848
UTILIDAD/PÉRDIDA NETA (BDT)	-6.0%	-0.1%	1.0%	3.2%	4.0%	4.7%	5.4%	5.7%	6.6%

Fuente: COSSFA S.A.
Elaborado por: Autoría propia

Tabla 35 Estado de Flujo de Caja Proyectado

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Variación en Actividades de Operación	838,033	405,128	358,004	811,692	2,000,851	1,815,125	2,050,855	2,258,812	2,572,043
Utilidad Neta	(2,132,917)	(30,117)	277,200	796,985	1,038,768	1,268,192	1,521,573	1,670,845	1,994,848
Depreciaciones y Provisiones	(166,926)	47,244	194,441	213,671	176,961	240,938	232,215	335,170	288,650
Clientes	(965,248)	1,403,308	2,537,373	868,780	384,477	(41,162)	(42,808)	(44,520)	(46,301)
Inventario	1,320,985	(585,115)	467,761	785,925	215,613	199,761	185,056	171,414	158,761
Impuestos por Recuperar	127,808	257,539	126,286	170,485	-	-	-	-	-
Activo por impuestos diferidos	(6,682)	-	9,243	2,715	(834)	(867)	(902)	(938)	(976)
Proveedores y Otras Cuentas por Pagar	2,373,586	(34,043)	(3,170,276)	(2,020,077)	87,306	89,225	91,157	93,102	95,056
Beneficios Empleados	42,821	9,886	(62,520)	(18,368)	5,641	5,867	6,102	6,346	6,600
Impuestos por Pagar	205,140	(667,861)	-	14,619	91,984	52,198	57,451	26,342	74,312
Beneficios a Empleados LP	124,564	22,287	(11,144)	-	-	-	-	-	-
Otras Cuentas por Pagar LP	(85,098)	(18,001)	(10,360)	(3,044)	935	972	1,011	1,052	1,094
Variación en Actividades de Inversión	(602,550)	172,943	222,976	(400,000)	(50,000)	(1,003,542)	(19,616)	(360,000)	(10,000)
Propiedad, Planta y Equipo	(602,550)	172,943	222,976	(400,000)	(50,000)	(1,003,542)	(19,616)	(360,000)	(10,000)
Variación en Actividades de Financiamiento	(468,262)	(856,673)	(2,681,671)	-	-	-	-	-	-
Obligaciones Bancarias	(1,883,922)	(359,624)	(516,511)	-	-	-	-	-	-
Entidades Relacionadas	(6,523,437)	(497,048)	(2,165,161)	-	-	-	-	-	-
Aportes Futuras Capitalizaciones	7,939,097	-	-	-	-	-	-	-	-
Variación Neta de Caja	(232,779)	(278,603)	(2,100,691)	411,692	1,950,851	811,583	2,031,239	1,898,812	2,562,043
Efectivo al Inicio del Período	3,542,682	3,309,902	3,031,300	930,609	1,342,300	3,293,151	4,104,733	6,135,972	8,034,784
Saldo de Caja	3,309,903	3,031,300	930,609	1,342,300	3,293,151	4,104,733	6,135,972	8,034,784	10,596,827

Fuente: COSSFA S.A.
Elaborado por: Autoría propia

3.6.3 Flujo Libre de Caja

En el método de descuentos de flujos de caja se espera que la empresa genere en el futuro. La tasa de descuento será la rentabilidad mínima exigida a la empresa por parte del inversor y estará en función del riesgo que se considere tiene la empresa entendida como un proyecto de inversión. De tal forma que cuanto más arriesgado se considere el proyecto, más rentabilidad se le exigirá y por ende mayor será la tasa de descuento, lo cual disminuirá su valor.

El nivel de deuda con costo (préstamos) que la empresa tenga a la fecha de realización de la valoración: cuanto mayor sea el nivel de préstamos que la empresa tenga, menor será su valor. Se considera a la empresa como un proyecto de inversión.

Por lo que como en todo proyecto de inversión, se necesitará calcular los flujos de caja esperados y la rentabilidad mínima que se le exigirá ha dicho proyecto. Esta rentabilidad será la que utilizaremos para hallar el valor actual de los flujos de caja proyectados.

Tabla 36 Flujo Libre de Caja Proyectado

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ventas	35,545,738	39,181,471	28,143,224	24,900,324	25,896,337	26,932,190	28,009,478	29,129,857	30,295,051
Costo de Ventas	31,083,027	33,597,308	23,900,464	20,843,951	21,418,746	22,006,174	22,606,326	23,219,280	23,845,101
Margen Bruto	4,462,711	5,584,163	4,242,760	4,056,372	4,477,591	4,926,016	5,403,152	5,910,576	6,449,950
Margen Bruto %	12.6%	14.3%	15.1%	16.3%	17.3%	18.3%	19.3%	20.3%	21.3%
Gastos operativos	6,968,767	6,531,435	4,573,912	3,998,058	4,129,065	4,303,914	4,477,582	4,815,868	4,962,978
Utilidad operacional	(2,506,056)	(947,271)	(331,152)	58,315	348,526	622,102	925,570	1,094,708	1,486,972
Utilidad operacional %	-7.1%	-2.4%	-1.2%	0.2%	1.3%	2.3%	3.3%	3.8%	4.9%
Ingresos Financieros	13,681	12,548	-	-	-	-	-	-	-
Gastos Financieros	585,959	509,812	423,577	252,832	262,945	273,463	284,401	295,777	307,609
Otros Ingresos	1,106,168	1,872,127	1,298,279	1,327,010	1,356,890	1,387,966	1,420,284	1,453,896	1,488,852
Otros Gastos No Operativos	160,750	198,158	134,602	110,718	110,718	110,718	110,718	110,718	110,718
Utilidad/Pérdida antes de Impuestos	(2,132,916)	229,434	408,947	1,021,775	1,331,753	1,625,887	1,950,735	2,142,109	2,557,497
Utilidad/Pérdida antes de Impuest	-6.0%	0.6%	1.5%	4.1%	5.1%	6.0%	7.0%	7.4%	8.4%
Impuesto a la Renta	-	259,552	131,747	224,791	292,986	357,695	429,162	471,264	562,649
Utilidad/ Pérdida Neta (BDT)	(2,132,916)	(30,117)	277,200	796,985	1,038,768	1,268,192	1,521,573	1,670,845	1,994,848
Utilidad/ Pérdida Neta (BDT)	-6.0%	-0.1%	1.0%	3.2%	4.0%	4.7%	5.4%	5.7%	6.6%
Utilidad/ Pérdida Neta (BDT)	(2,132,916)	(30,117)	277,200	796,985	1,038,768	1,268,192	1,521,573	1,670,845	1,994,848
(+) Depreciación	156,542	230,903	194,441	213,671	176,961	290,938	287,215	440,170	393,650
(+) Intereses Bancarios	193,366	168,238	139,781	83,434	86,772	90,243	93,852	97,607	101,511
(-) Inversión en activos fijos	(602,550)	172,943	222,976	(400,000)	(50,000)	(1,003,542)	(19,616)	(360,000)	(10,000)
(-) Variación en capital de trabajo		194,356	682,356	610,327	1,165,829	505,693	1,734,281	1,646,128	2,273,616
(-) Gastos Financieros*% Impuesto	(445,329)	(392,555)	(330,390)	(197,209)	(205,097)	(213,301)	(221,833)	(230,706)	(239,935)
(-) Devolución de Deuda	(468,262)	(856,673)	(2,681,671)	-	-	-	-	-	-
Flujo Libre de Caja (FCFF)	(3,299,149)	(512,905)	(1,495,309)	1,107,208	2,213,233	938,223	3,395,473	3,264,044	4,513,690

Fuente: COSSFA S.A.
Elaborado por: Autoría propia

3.6.4 Tasa de Descuento

“Es el Costo Medio Ponderado del Capital, también conocido como WACC (Weighted Average Cost of Capital). La tasa resultante es una media ponderada entre el coste del capital propio y el coste del capital ajeno”. (Darmaruf, 2010, pág. 136). La fórmula es la siguiente:

Tabla 37 Costo promedio ponderado del capital

$CAPM(k_{cu}) = r_f + \beta^U \times [E(r_m) - r_f]$		
Rf:	1. Tasa Libre de Riesgo.	1. Bono del Tesoro de EUA
Rm-Rf	2. Prima del Mercado	2. El rendimiento promedio que ha otorgado el mercado para inversiones riesgosas. Por ejemplo podría tomarse el promedio del índice S&P 500 de los últimos 2 años y determinar una tasa de retorno.
λ	3. Riesgo País	3. Prima adicional que exigen los inversionistas por operar en Ecuador.
Beta	4. Riesgo de una acción relativo al mercado.	4. Riesgo asociado a la naturaleza de la inversión

Fuente: Piedrahita Alejandro, CONFIRSURA

Elaborado por: Autoría propia

3.6.4.1 Componentes WACC

a . Cálculo Beta

Damaruf (2010) explica acerca de la Beta:

La Beta es el riesgo asociado a la naturaleza del sector. Beta mide la sensibilidad del rendimiento de la acción a los rendimientos del mercado: si, por ejemplo, el mercado sube 10% y la acción sube 20%, se dice que la acción tiene el doble de riesgo de mercado y su Beta es igual a 2. (pág. 136)

Tabla 38 Cálculo Beta

<i>Industry Name</i>	<i>Number of firms</i>	<i>Beta</i>	<i>D/E Ratio</i>	<i>Tax rate</i>	<i>Unlevered beta</i>	<i>Cash/Firm value</i>	<i>Unlevered beta corrected for cash</i>
Retail (General)	142	0.89	17.59%	21.19%	0.79	8.67%	0.86
Retail (Grocery)	50	0.82	12.42%	18.75%	0.75	7.79%	0.81

Promedio 0.84

Fuente: Damodaran Online, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Elaborado por: Damodaran

b. Cálculo Riesgo País

Wikipedia menciona el concepto de riesgo país:

El cual también se considera como el cálculo del costo de oportunidad del accionista o inversionista. Es el riesgo de una inversión económica debido solo a factores específicos y comunes a un cierto país. Puede entenderse como un riesgo promedio de las inversiones realizadas en cierto país. Mide el entorno político, económico, seguridad pública, etc. (pág. 1)

Tabla 39 Cálculo Riesgo País

Fecha	Diferencial de rendimientos del índice de bonos de mercados emergentes (EMBIG) / <i>Emerging Market Bond Index (EMBIG) Stripped</i>							
	Perú	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	Ecuador	México	Venezuela
<u>2012</u>								
Ene.	219	851	222	164	197	805	229	1207
Feb.	200	822	204	158	176	790	208	1037
Mar.	166	823	179	150	149	803	190	911
Abr.	164	967	186	159	147	805	190	984
May.	180	1089	212	168	173	850	211	1072
Jun.	188	1129	219	177	173	890	220	1145
Jul.	163	1090	202	168	151	857	188	1108
Ago.	133	1039	170	142	129	805	169	1013
Set.	124	924	161	138	127	753	167	971
Oct.	108	893	146	127	111	766	155	948
Nov.	123	1195	152	137	123	815	168	940
Dic.	117	1035	145	122	116	827	161	796
<u>2013</u>								
Ene.	110	1058	143	115	113	728	154	754
Feb.	127	1114	162	133	131	704	170	728
Mar.	140	1207	180	145	142	700	177	771
Abr.1 - 30	133	1223	177	144	132	678	169	815
						PROMEDIO 7.86%		

Fuente: Banco Central de Perú, <http://www.bcrp.gob.pe/statistics/weekly-report-tables.html>

Elaborado por: Banco Central del Perú

c . Cálculo Prima Del Mercado

Algunos autores proponen (Grinblatt2002; Damodaran 2002; Ross 2002) como una aproximación al Portafolio de Mercado el índice Standard & Poor's500, que contiene el listado de las 500 empresas más grandes que cotizan en la NYSE, AMEX y NASDAQ.

Tabla 40 Cálculo Prima del Mercado

Year	S&P 500	Dividends	Dividend Yield	T.Bond rate	Return on bond
2006	1418.3	24.88	1.75%	4.70%	1.96%
2007	1468.36	27.73	1.89%	4.02%	10.21%
2008	903.25	28.39	3.14%	2.21%	20.10%
2009	1115.1	22.41	2.01%	3.84%	-11.12%
2010	1257.64	22.73	1.81%	3.29%	8.46%
2011	1257.6	26.02	2.07%	1.88%	16.04%
2012	1426.19	30.44	2.13%	1.76%	2.97%

PROMEDIO 2.60%

Fuente: DamodaranYahooFinance <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
Elaborado por: Damodaran

d. Cálculo Tasa Libre De Riesgo

“Bonos del tesoro americano de mediano y largo plazo de duración. Los más comunes en circulación son los bonos de 5, 10 y 30 años de vencimiento” (Chávez, 2010, pág. 1).

Tabla 41 Cálculo Tasa Libre de Riesgo

Ultima actualización: 08/05/2013 06:36:03 p.m. - Valores con un retraso de 30 minutos

BONOS DEL TESORO DE ESTADOS UNIDOS - TNA (TASA NOMINAL ANUAL)							
	08/05/2013	30/04/2013	31/03/2013	31/12/2012	30/09/2012	30/06/2012	31/03/2012
3 meses	4,61	4,61	4,61	4,61	4,61	4,61	4,61
6 meses	4,79	4,79	4,79	4,79	4,79	4,79	4,79
2 años	4,76	4,76	4,76	4,76	4,76	4,76	4,76
5 años	0,75	0,67	0,76	0,72	0,62	0,72	1,05
10 años	1,77	1,67	1,85	1,76	1,63	1,65	2,22
30 años	2,99	2,88	3,10	2,95	2,82	2,76	3,36

Fuente: Portfolio Personal http://www.portfoliopersonal.com/Tasa_interes
Elaborado por: Portfolio Personal

e. Composición Deuda Remunerada

En función del endeudamiento de la empresa, se procedió a elaborar el cuadro de la composición de la deuda y su respectiva tasa de financiamiento para obtener el promedio ponderado del costo financiero al que se está endeudando.

Tabla 42 Composición Deuda Remunerada

Detalle	Monto	Tasa	Composición	Costo financiero
Banco	516,511	8.92%	19%	1.72%
Relacionada	2,165,161	5.00%	81%	4.04%
Total	2,681,671		100%	5.76%

Fuente: COSSFA S.A.
Elaborado por: Autoría propia

f. Componentes CAPM

Una vez que se tienen todos los componentes del CAPM, se procede a determinar el costo promedio ponderado de capital que se encuentra en 10.36%, es decir, el rendimiento mínimo esperado por los accionistas, sin considerar aún el costo del financiamiento externo.

Tabla 43 Componentes CAPM

EMBI	7.86%	Riesgo País
RF	4.76%	Tasa libre de riesgo Bonos USA 2 año:
RM	2.60%	REND S&P 500
D	22%	TAX
BETA	0.84	Tabla damodaran sector retail
BETA APALANCADO	1.05	
CAMP	10.36%	

Fuente: COSSFA S.A.
Elaborado por: Autoría propia

Finalmente, el costo promedio ponderado del capital con el que la empresa se está financiando y es lo mínimo que debe rendir considerando la rentabilidad esperada por accionistas y deudores se encuentra en el 9.23%

Tabla 44 Cálculo WACC

Financiamiento en USD	2,681,671
Aporte Accionistas en USD	8,278,531
TOTAL FINANCIAMIENTO	10,960,202
Costo de los Recursos Ajenos (en %)	5.76%
Costo de los Recursos Propios (en %)	10.36%
% de Recursos Ajenos	24.47%
% de Recursos Propios	75.53%
COSTO DE CAPITAL (WACC)	9.23%

Fuente: COSSFA S.A.
Elaborado por: Autoría propia

3.6.5 Flujo libre descontado

El valor de los flujos de caja libres del período proyectado se estima descontándolo a la tasa de actualización o WACC calculada del 9.23%. Una vez se descuenten los flujos a valor presente se encontrará el Valor Actual Neto (VAN) y el TIR al que corresponde descontando la inversión del accionista inyectada como capital social y aportes para futuras capitalizaciones.

Tabla 45 Evaluación Financiera

INVERSIÓN ACCIONISTA	(8,278,531)
VALOR ACTUAL NETO (VAN)	8,455,012
DIFERENCIA FAVOR ACCIONISTA	176,481
TIR	9.64%
WACC	9.23%

Fuente: COSSFA S.A.
Elaborado por: Autoría propia

El resultado generado implica que si la empresa realiza las mejoras planteadas, podría recuperar su inversión al término del año 2019, es decir 10 años después de su inicio de operación, con un VAN de US\$8.4 millones, superior en US \$176 mil al valor de la inversión inicial de US \$8.2 millones. Generando un TIR de 9.64%, es decir, ligeramente superior al costo promedio de capital del 9.23%.

3.6.6 Análisis de Sensibilidad

El escenario presentado, fue realizado con las mejores estimaciones de un cambio de situación de lo actual a lo esperado, se presentará un análisis de sensibilidad de la variable margen bruto, en el que se comparará al escenario optimista presentado para un mejor criterio de análisis y de valoración del riesgo.

Tabla 46 Cambios en margen bruto

Margen bruto %	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Optimista	12.55%	14.25%	15.08%	16.59%	17.59%	18.88%	19.88%	21.88%	23.88%
Conservador	12.55%	14.25%	15.08%	16.29%	17.59%	18.29%	19.29%	20.29%	21.29%
Pesimista	12.55%	14.25%	15.08%	15.10%	15.29%	16.29%	17.29%	18.29%	19.29%

Fuente: COSSFA S.A.
Elaborado por: Autoría propia

Los cambios en margen bruto fueron preparados bajo los escenarios:

➤ Pesimista, se estima que la empresa se mantenga estática por el cierre de todos los puntos de venta a nivel nacional en tres años, y posteriormente por la mejora de liquidez crezca en un punto porcentual anualmente. (VER ANEXO 1)

➤ Conservador, se proyectó con el crecimiento de un punto porcentual en Quito Norte hasta el 2019 alcanzando un margen de 22.30%, en tanto que para Quito Sur, que se encontraba anclado, se estimó un crecimiento de dos puntos en el 2014 y, a partir del 2015 de un punto porcentual llegando hasta 18.8%.

➤ Optimista, se estimó con un crecimiento conservador al 2015, y a partir del 2016 creciendo en dos puntos porcentuales ambos puntos de venta hasta alcanzar el promedio de 23.88%. (VER ANEXO 2)

Tabla 47 Comparativo de Escenarios

RUBROS	OPTIMISTA	CONSERVADOR	PESIMISTA
INVERSIÓN ACCIONISTA	(8.278.531)	(8.278.531)	(8.278.531)
VALOR ACTUAL NETO (VAN)	8.901.008	8.455.012	5.476.706
DIFERENCIA FAVOR ACCIONISTA	622.478	176.481	(2.801.825)
TIR	10,61%	9,64%	1,90%
WACC	9,23%	9,23%	9,23%

Fuente: COSSFA S.A.

Elaborado por: Autoría propia

En el comparativo realizado de la propuesta efectuada, muestra los siguientes resultados: a) en el escenario optimista existe un VAN a favor del accionista de US \$ 622 mil y un TIR de 10.61%, b) en el escenario conservador se genera un VAN de US\$ 176 mil y un TIR de 9.64%; y, c) en el escenario negativo se produce un VAN negativo de US\$ 2.8 millones y un TIR de 1.90%.

De la valoración financiera, se puede concluir que de los escenarios simulados existe una alta probabilidad de que los escenarios pesimistas y conservador se puedan llegar a cumplir, por tanto, existe un alto riesgo para el accionista que su inversión puede llegar a ser recuperada a término del 2019, o que por el contrario, el escenario pesimista se cumpla y el accionista no pueda llegar a recuperar la totalidad de su inversión, sino por el contrario exista un deterioro de US \$2.8 millones.

Por lo que, la Alta Dirección podría evaluar otras alternativas para llegar a recuperar su inversión, o si por el contrario, existe otro camino que pueda analizar de acuerdo a su estrategia futura.

CAPÍTULO IV

OTRAS PROPUESTAS ESTRATÉGICAS

Se ha analizado la situación económica financiera de la Compañía en el segundo capítulo, y se ha propuesto una alternativa de recuperación y permanencia en el mercado. En este capítulo, se propone a la Alta Dirección otras alternativas estratégicas, que contribuyan a la decisión que se considere la acertada tomando en cuenta la situación actual de la Compañía.

En los tiempos de dificultad económica es necesaria una rápida decisión y actuación por parte de las personas que tienen la empresa a su cargo, muchas veces estas decisiones implican no necesariamente continuar con el negocio, por esta razón, se ha preparado en este capítulo estrategias de desinversión por diferentes vías.

“Desinversión, es el acto de desinvertir, que a su vez, significa retirar el capital invertido”. (Diccionario de la Lengua Española, pág. 67)

“La estrategia de desinversión se basa en la venta de una división o una parte de la organización. Con frecuencia, la desinversión se usa con el objeto de reunir capital para otras adquisiciones o inversiones estratégicas”. (Administración de empresas, 2009, pág. 1)

La estrategia de desinversión es aplicable cuando:

- ✓ La organización ha seguido la estrategia de encogimiento, pero no ha podido lograr las mejoras que necesita.
- ✓ Una división, para ser competitiva, necesita más recursos de los que puede proporcionarle la compañía
- ✓ Una división no se adapta al resto de la organización; esta situación se puede dar a causa de mercados, clientes, gerentes, empleados, valores o necesidades radicalmente diferentes.
- ✓ Se requiere una gran cantidad, en poco tiempo, y éste no se puede obtener en otras fuentes razonables.

Como otras alternativas estratégicas en COSSFA S.A. implica algunos caminos que podrían ser incluso la desinversión, mediante incluso la liquidación total de la Compañía.

Las alternativas sugeridas son:

- ✓ Liquidación
- ✓ Venta / Fusión

4.1 Liquidación

Esta estrategia se adopta cuando se quiere vender la empresa, es decir, liquidar y cerrar. Solamente se aplicara cuando la situación de la empresa es insostenible y cada día que pasan se generan más pérdidas.

Ordoñez (2008) explica que:

El aspecto más importante de esta estrategia es elegir el momento adecuado en el que debe producirse la venta o el cierre. Como la situación cada vez se va deteriorando más y las pérdidas van aumentando, reduciendo los activos de la empresa, es conveniente realizar la venta antes de que desaparezca todo el valor de la misma. (pág. 1).

La liquidación es aplicable en COSSFA S.A. porque:

- ✓ Al efectuar una corrida financiera con la estrategia de recuperación, los resultados que se proyectan sería positivos en mediano plazo, sin embargo existe un alto riesgo debido a la sensibilidad de la variable, margen bruto.

- ✓ Si la Administración no estuviera de acuerdo en esperar a largo plazo su recuperación y no cuenta con el apalancamiento necesario para hacerlo, la única alternativa de la organización es la quiebra; y la liquidación representa una manera ordenada y planificada para obtener la mayor cantidad de dinero posible por los activos de la organización.

- ✓ Los accionistas de la empresa pueden minimizar sus pérdidas vendiendo los activos de una organización.

4.1.1. Valoración Financiera

Liquidación es el conjunto de operaciones encaminadas a la realización del patrimonio social, la venta cobro de los bienes y el pago de las obligaciones, y su reparto entre los socios basándose en lo establecido en la escritura de constitución, o en su defecto a lo establecido por la Junta General de Accionistas.

El valor de liquidación es aquel que resultaría de liquidar inmediatamente una empresa por partes, es decir los activos materiales, las existencias, y los clientes y por otro los pasivos y las deudas. Este valor se calcula deduciendo del patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación del negocio.

El valor de liquidación ignora los flujos de caja que las actividades de la empresa puedan generar en el futuro, centrándose exclusivamente en el valor que se pueda obtener a través de la venta de los activos.

Lo primero que hay que realiza es la valoración a precio de mercado de los distintos activos de la empresa. Se trata de realizar los ajustes que se han mencionado en el valor contable. Además hay que ajustar, también a precio de mercado, el valor de los pasivos para sustraerlo del activo.

“Los pasivos contingentes comprenden aspectos tales como los gastos de despido de personal. Si la valoración es estricta, esta debería ser ajustada por cualquier tipo de pasivo que pueda surgir como consecuencia de la liquidación de la sociedad”. (Sanjurjo, 2003, pág. 37)

El incentivo de la Compañía a vender es pensar que la suma del valor de la liquidación de los bienes individuales de una compañía excede el valor de mercado de los bienes combinados de la misma, es decir, vender lo que valdría más siendo liquidado que retenido. Es muy importante que se tenga en cuenta que **cerrar una empresa cuesta dinero**, por tanto no es recomendable esperar hasta el último momento para tomar tales decisiones, pues el tiempo apremia.

Se dice que el valor de liquidación es el valor mínimo que un vendedor estaría dispuesto a recibir por su negocio, considerando el valor de sus activos y la cancelación de las deudas.

“Normalmente el valor de liquidación es menor que el valor que puede tener una empresa en marcha, debido a la llamada plusvalía o valor de la organización (goodwill)”. (Casanova, 2000, pág. 33)

Lo que se pueda sacar de la realización de los activos se han de cancelar las deudas y los costos del propio proceso liquidador. Por tanto las proyecciones fueron realizadas en función de:

- a.** Cuentas por cobrar: castigo del 20%, incluye cuentas mayores a 360 días y retenciones e impuestos por compensar.

- b.** Inventarios: castigo del 10% en base del histórico de pérdidas y faltantes.

- c.** Activos fijos: castigo del 70%, considerando que la mayor parte de activos son maquinaria de fríos especializada en retail y equipos de computación cuya tecnología es antigua.

- d.** Proveedores: castigo del 5%, incluye deudas de años anteriores sin que hayan sido reclamadas.

- e.** Beneficios largo plazo de empleados: 100% se cancela con el rubro liquidación personal.

- f.** Costos de liquidación: incluye liquidación de personal, liquidación de contratos y gastos de liquidación propios.

Tabla 48 Proyección de liquidación.

ACTIVOS	EEFF	REALIZACIÓN	VARIACIÓN
CORRIENTES			
Efectivo Y Equivalentes Al Efectivo	3,031,300	3,031,300	-
Documentos y Otras Cuentas por Cobrar	4,748,829	3,799,063	(949,766)
Inventario	4,121,586	3,709,427	(412,159)
Anticipos	70,844	70,844	-
Impuestos por Recuperar	296,770	-	(296,770)
Total Activo Corriente	12,269,329	10,610,634	(1,658,695)
PROPIEDAD, PLANTA Y EQUIPO			
Activo por impuestos diferidos	960,686	672,481	(288,206)
	32,808	-	(32,808)
TOTAL DE ACTIVOS	13,262,823	11,283,115	(1,979,708)
PASIVOS			
CORRIENTES			
Proveedores y Otras Cuentas por Pagar	8,356,349	7,938,532	(417,817)
Obligaciones Bancarias	516,511	516,511	-
Entidades Relacionadas	2,165,161	2,165,161	-
Beneficios Empleados	221,921	221,921	-
Liquidación personal (*)		755,913	755,913
Liquidación de contratos (*)		209,000	209,000
Gastos de liquidación (*)		556,978	556,978
Impuestos por Pagar	-	-	-
Total Pasivo Corriente	11,259,941	12,364,015	1,104,074
LARGO PLAZO			
Beneficios a Empleados LP	146,851	-	(146,851)
Otras Cuentas por Pagar LP	36,774	36,774	-
Total Pasivo No Corriente	183,625	36,774	(146,851)
TOTAL PASIVOS	11,443,567	12,400,790	957,223
PÉRDIDA NETA EN LIQUIDACIÓN DE ACTIVOS		(1,117,675)	

Fuente: COSSFA S.A.
Elaborado por: Autoría Propia

De acuerdo a la valoración financiera de la proyección de liquidación, se concluye que existe deterioro en cuentas por cobrar en US \$949 mil por cartera tóxica de difícil recuperación, en inventarios US \$412 mil por pérdidas estimadas considerando el histórico empresarial, en propiedad, planta y equipo de US \$288 mil por efecto de equipo frío especializado para retail.

En pasivos todos son de realización inmediata, más gastos propios que no fueron proporcionados al detalle, de lo que es liquidación de personal, contratos internos y

gastos de liquidación propios para repatriación de mercadería, tomas físicas, mantenimientos a los puntos de venta a cerrarse.

La Tabla 48 resume el monto a cargo de los accionistas en función del patrimonio neto al cierre del 2012. En función de estas cifras, quiere decir que se obtendría una pérdida en patrimonio de US \$1.1 millones y el accionista únicamente podría recuperar US \$701 mil de lo invertido como capital y aportes para futuras capitalizaciones en COSSFA, por lo que debería evaluar si dentro de su portafolio es rentable o no realizar dicha liquidación.

Tabla 49 Déficit en liquidación

PÉRDIDA NETA EN LIQUIDACIÓN DE ACTIVOS		(1,117,675)
(*) Información proporcionada por empresa no incorpora detalle		
PÉRDIDA A CARGO DE ACCIONISTAS		
PATRIMONIO		
Capital	50,000	50,000
Aportes Futuras Capitalizaciones	8,228,531	8,228,531
Result. Acum. Prov. Adopción 1ra. Vez NIIF	(55,992)	(55,992)
Resultados Acumulados Ejercicios anteriores	(6,373,165)	(6,373,165)
Resultado Del Ejercicio	(30,117)	(30,117)
Total De Patrimonio	1,819,256	1,819,256
DÉFICIT EN LIQUIDACIÓN		701,581

Fuente: COSSFA S.A.
Elaborado por: Autoría propia

4.1.2. Proceso de Liquidación

Según la Ley de Compañías (1999) liquidar la empresa implica tres fases, jurídicamente hablando:

- ✓ Disolución
- ✓ Liquidación
- ✓ Cancelación

4.1.2.1. Disolución

La disolución de la Compañía supone la desaparición jurídica de la misma, pero no paraliza ni pone fin a su actividad, aunque sí pasa a ser liquidatoria, por lo que una sociedad en esta situación deberá añadir la expresión "en liquidación" en su razón social, por resolución del Superintendente de Compañías.

Hay que tomar en cuenta que las pérdidas acumuladas que actualmente tiene COSSFA S.A. podría constituir una causal de disolución:

“Cuando las pérdidas alcancen al cincuenta por ciento o más del capital suscrito y el total de las reservas, la compañía se pondrá necesariamente en liquidación, si los accionistas no proceden a reintegrarlo o a limitar el fondo social al capital existente, siempre que éste baste para conseguir el objeto de la compañía”. (Superintendencia de Compañías, 1999, pág. 198)

4.1.2.2. Liquidación

El proceso de liquidación de la Compañía se inicia con la inscripción de los siguientes instrumentos, conservando aún su personería jurídica:

- ✓ De la resolución que ordena la liquidación, en los casos de disolución de pleno derecho;

- ✓ De la resolución que declara la disolución y ordena la liquidación, cuando es dictada por el Superintendente de Compañías; y,

- ✓ De la escritura de disolución y liquidación voluntaria y la respectiva resolución aprobatoria.

Durante la liquidación el o los administradores están prohibidos de hacer nuevas operaciones relativas al objeto social. Y será nombrado un liquidador cuyas funciones se centran en realizar el activo y sanear los pasivos de la Compañía.

4.1.2.3. Cancelación

Concluido el proceso de liquidación, a pedido del Liquidador, el Superintendente de Compañías dictará una resolución ordenando la cancelación de la inscripción de la compañía en el Registro Mercantil.

4.2 Venta y/o Fusión

Una vez analizadas las alternativas de recuperación y liquidación, finalmente, se plantea a la Alta Dirección la opción de venta y/o fusión de la Compañía, considerando que es una estrategia que conlleva a recuperar una parte de la inversión

realizada evaluando el interés que podría existir en posibles compradores y/o socios estratégicos.

Sea cual fuere la decisión final, si vender la compañía o fusionarla con otra, es una decisión demasiado drástica, que involucra un análisis profundo de sus implicaciones, sin embargo para las dos alternativas es importante conocer el valor por el cual será presentada al mercado para su compra o para que sea absorbida, teniendo en cuenta que finalmente el mercado es quien decide el valor.

4.2.1 Venta

La venta del negocio constituye una alternativa más para la Alta Dirección de la Compañía, sin embargo, al decidir por ella, es importante considerar la valoración de la misma.

Según el sitio Reality News los pasos para el proceso de venta, son los siguientes:

- a. Recopilar información de la Compañía, como:
 - ✓ Estados financieros de los últimos 3 años
 - ✓ Lista de activos fijos e inventarios
 - ✓ Contratos vigentes de todo tipo
 - ✓ Lista de préstamos (montos y condiciones)
 - ✓ Declaraciones de impuestos

b. Analizar el perfil del comprador. Lo primero a tener en cuenta es que la mayoría de compradores desean comprar liquidez, que no es lo mismo que beneficio. La mayoría de los compradores consultan el estado de pérdidas y ganancias o la declaración de impuestos, grandes costos en una sola vez, tales como un nuevo sistema informático o remodelaciones. Considerarán factores no monetarios como la depreciación y la amortización.

c. Las apariencias cuentan, así que:

- ✓ COSSFA S.A. debe mantener los horarios normales de trabajo. Puede haber una tendencia a la baja cuando ponga en venta el negocio. Sin embargo, es importante que los posibles compradores vean la empresa en operación.

- ✓ Se debe realizar reparaciones, mantenimientos: de carteles, cambiar las luces exteriores, etc., cualquier daño que afecte la imagen de la empresa y la percepción de los compradores.

- ✓ Debe mantener el inventario en un nivel constante. Si se deja que el inventario baje, aparentará descuido del negocio.

- ✓ Retirar los elementos que no se incluyan en la venta y artículos innecesarios, especialmente si no están en funcionamiento.

- ✓ Revisar posibles contingentes legales, tributarios, societarios, laborales que podría tener la Compañía, y solucionarlos antes de la venta, de no ser posible, dejar planteado el estatus y el plan a seguir.

4.2.2 Fusión

La decisión de realizar una fusión, es una decisión de tipo económico, específicamente consiste en una decisión de inversión, entendiéndose como tal, “la asignación de recursos con la esperanza de obtener ingresos futuros que permitan recuperar los fondos invertidos y lograr un cierto beneficio”. (Contabilidad en línea, pág. 1)

En el caso de COSSFA S.A., la propuesta de fusión, consiste en conseguir una persona jurídica con experiencia del negocio y la capacidad económica para que absorba el patrimonio de la Compañía, sin embargo hay impactos como los que se muestran en la siguiente gráfica.

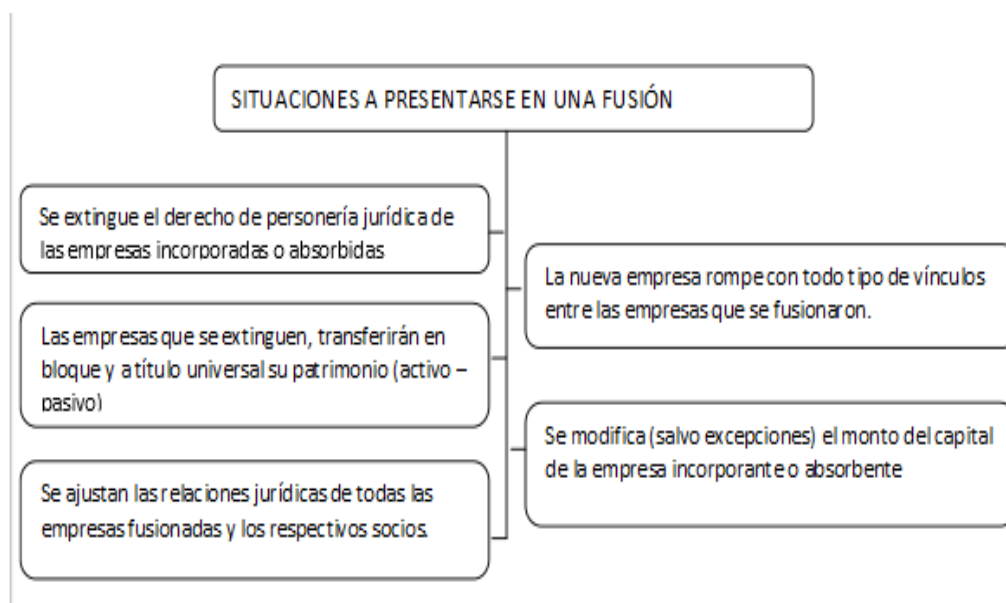


Gráfico 18 Situaciones a presentarse en una fusión

Elaborado por: Universidad Tecnológica Perú

Fusionarse para COSSFA S.A. implica, desde el punto de vista financiero, un acuerdo de valoraciones de las empresas que de desembolso de dinero.

“Desde el punto de vista de mercado, la fusión presenta varias ventajas competitivas importantes que incluso por ellas solas ya pueden representar suficiente incentivo para optar por esta alternativa”, como: (Revista Administer, pág. 1)

- ✓ Anular competencia. Las fusiones pueden plantearse como una integración vertical (fusión de cliente-proveedor) o una integración horizontal (entre competidores). Este último caso sería el más recomendado para COSSFA S.A. debido a la agresividad a la que se ve sometida la empresa.

- ✓ Sinergia de clientes y de Productos o Servicios. La empresa absorbe los clientes de COSSFA S.A. por lo que desde un punto de vista comercial, la nueva situación crea una cartera de clientes más amplia y calificada para ofrecer los servicios, mejorándolos.

Desde el punto de vista de resultados, las sinergias generadas por la fusión pueden ser muy amplias y en diversos aspectos, la sinergia generada por una fusión es uno de los puntos que por sí solos recomiendan dicha operación de fusión. Una fusión bien llevada en la mayoría de los casos permite que los resultados cumplan la fórmula $2+2=5$.

Rendimiento de la organización. Si bien es de esperar que en los primeros tiempos la nueva organización puede tener un funcionamiento un tanto caótico o de bajo rendimiento, el cambio que implica la fusión y las especiales circunstancias que genera se pueden tener en cuenta para diseñar una nueva organización más eficiente, de alto rendimiento, es decir, romper con el pasado y plantear un nueva optima forma de funcionamiento (mas en Reducción General de Costos y en Reingeniería de Procesos enfocada a Resultados).

Desde el punto de vista estratégico, estrategias de crecimiento, las empresas y grupos con estrategias de crecimiento ven condicionado su crecimiento a la disponibilidad de los recursos clave normalmente limitados.

Network Thinking Consulting (2011) menciona las ventajas de una fusión:

Comparativamente con otras alternativas de crecimiento (crecimiento orgánico, compra de compañías), la fusión permite un fuerte crecimiento con unas menores exigencias de recursos clave y además, en la mayoría de los casos, con un menor tiempo de ejecución, siendo este por si sólo suficientemente importante en mercados o sectores muy dinámicos. (pág. 1)

Claro que esta alternativa implica el cambio de las condiciones de operación y forma de trabajo, pérdida de poder y control administrativo de los accionistas actuales; considerar que el pago por la fusión, representado por las acciones de la fusionante o la nueva sociedad, no corresponde al valor que antes, en las fusionadas tenían las acciones de los socios.

Tomando en cuenta el resultado histórico de COSSFA S.A., el conseguir una empresa que la absorba se convierte en una ardua tarea.

El hacer una inadecuada elección del candidato a fusionar por no hacer una investigación adecuada de su situación financiera y comercial suele hacer que una fusión fracase en sus intenciones.

4.3 Valoración financiera de empresa

Para optar por la alternativa de venta o fusión de la Compañía, es necesario llevar a cabo el proceso de valoración de la misma, que consiste en:

Mascareñas(2011) se refiere a la valoración de una compañía:

Tener un conocimiento de la empresa, su cultura organizativa, de sus responsables y directivos, del negocio en sí y su entorno (temas analizados en capítulos anteriores) y finalmente prever el futuro, que consiste en calcular el valor real de la empresa con base a los flujos de caja que se estimará producirá en el futuro, considerando que el valor de una empresa, como de cualquier activo económico, depende básicamente de los flujos de liquidez que prometa generar en el futuro. (págs. 14, 29)

Las razones que motivan la valoración de las empresas se visualizan entre las más comunes las siguientes:

Tabla 50 Razones que Motivan la Valorización de Empresas

De índole interna	De índole externa	Administración del valor del negocio
Determinar el patrimonio	Venta / compra	Desarrollo de la cultura de "creación de valor"
Ampliación del capital con medios internos	Ampliación del capital con medios ajenos	Administración sobre la base del valor: "gestión para crea valor"
Porcentaje de participación	Posibilidad de absorción	
Política de dividendos	Participación en otras empresas	
Motivos legales	Fusiones	
Por causas de herencia	Asociaciones, alianzas estratégicas	
Emisión de deuda	Negociar planes de reestructuración empresarial	
Actualización contable	Búsqueda de fuentes de financiamiento	
Conocer la capacidad de endeudamiento	Separación de subsidiarias	
Determinar garantías	Expropiaciones	
Recompra de acciones y recapitalización del negocio	Disolución_de_la_empresa	

Fuente: Fusiones, Adquisiciones y Valoraciones de Empresas
Elaborado por: Juan Mascareñas

“Existen varios métodos de valoración de empresa estáticos, dinámicos y mixtos” (Villa, 2007, pág. 15) Como se pueden visualizar en el Gráfico 19.

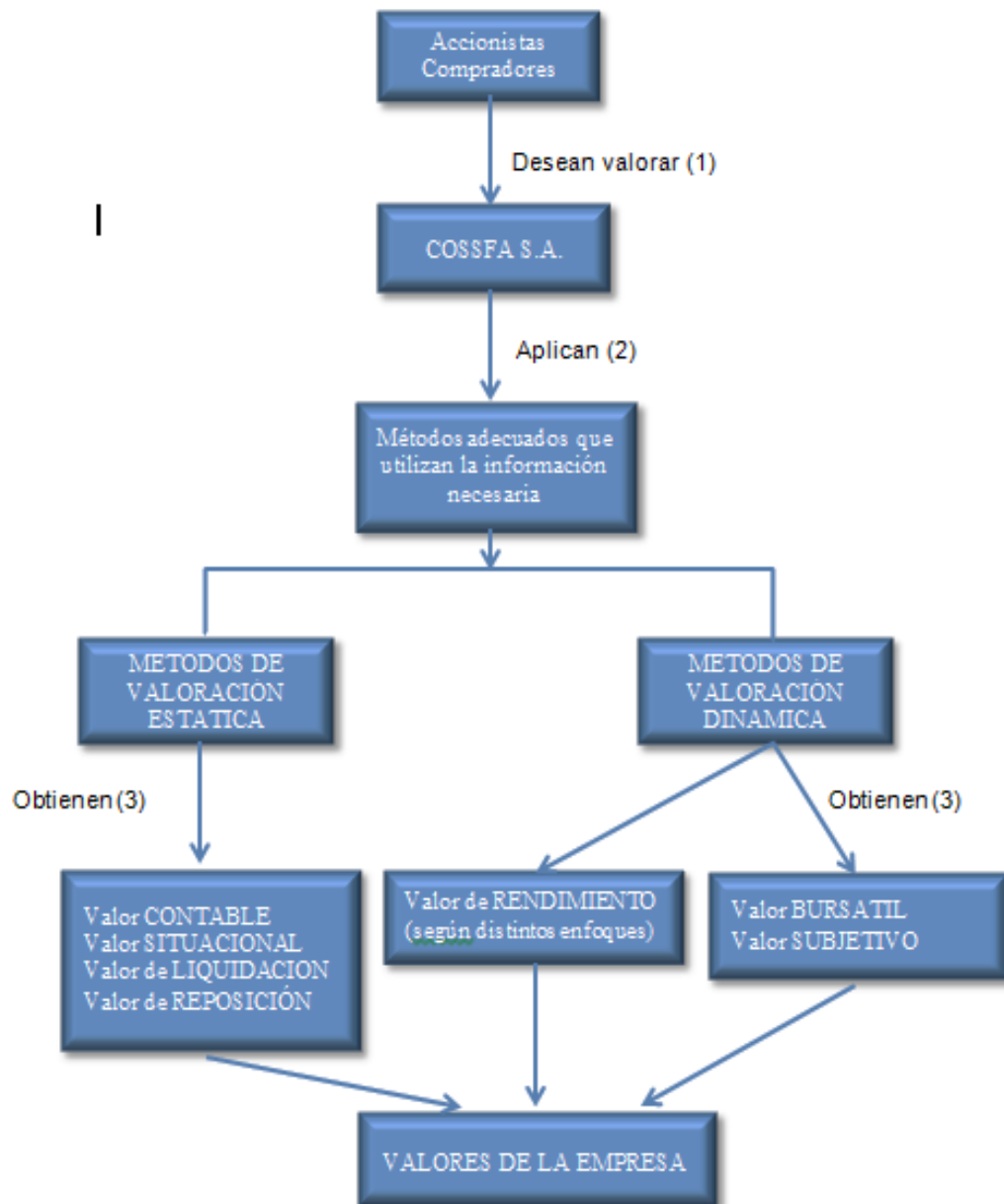


Gráfico 19 Métodos de Valoración de empresas

Elaborado por: Valoración de empresas

“El método utilizado para la valoración de la Compañía es el de Flujos de Caja Libre Descontado, ya que “se entiende que es el método fundamental y técnicamente más correcto” (Accid, 2003. Pag.11).

Mantilla (2011) habla de la ventaja del método de flujo libre de caja descontado:

La principal ventaja de este método es que se trata de un método dinámico, ya que permite valorar la empresa por su capacidad de generar flujos futuros. Para el cálculo del valor residual se trabajó con la perpetuidad de Gordon determinando de esta manera el valor de la empresa en primer lugar en un entorno con las condiciones normales para su desempeño (pág. 16)

4.3.1 Principales hipótesis

Se procede a la valoración de la empresa si mantiene el mismo comportamiento histórico que hasta el 2012. El período de análisis es el mismo del escenario de continuidad en el numeral 3.6.2 Estados Financieros.

Los supuestos empleados consideran lo siguiente:

➤ Proyección de ventas: se consideran todos los puntos de ventas que actualmente cuenta la Compañía, en base a los resultados del año 2011 y 2012 por Puntos de venta, con un crecimiento constante del 4% de acuerdo a los perspectivas económicas emitidas por la Cámara de Comercio de Guayaquil y manteniendo el

margen bruto del año 2012. Los gastos fijos se proyectan con un crecimiento del 5% de inflación y los gastos de operación guardan relación con el crecimiento de ventas.

➤ Políticas comerciales: se mantuvo constantes los plazos de cobros a clientes, pagos a proveedores y rotación de inventarios en las proyecciones.

➤ Activos fijos: se basa en los activos fijos existentes al cierre del 2012, y las depreciaciones se han proyectado utilizando tasas tributarias vigentes.

Tabla 51 Supuestos Estado de Resultados para Valoración

CUENTA	DESCRIPCIÓN
VENTAS	Se mantienen todos los puntos de venta, a partir del año 2013 se plantea un crecimiento constante del 4% en función de las perspectivas económicas emitidas por la Cámara de Comercio de Guayaquil.
COSTO DE VENTAS Y MARGEN BRUTO	Se maneja un margen bruto constante igual al del año 2012.
GASTOS OPERATIVOS	Se mantiene el rubro de gastos de personal siguiendo la política adoptada por la compañía, los gastos fijos se proyectan con un crecimiento de 5% de inflación y los gastos de operación guardan relación con el crecimiento de ventas.
GASTOS FINANCIEROS	En función de los financiamientos con los que cuenta actualmente la empresa, y comisión de tarjeta de crédito que representa el 1% de la facturación.
OTROS INGRESOS	Se proyectó con los arriendos de los locales con los que opera actualmente, y el 3% del total de ingresos por cobro de arriendo en perchas a todos los proveedores.
OTROS EGRESOS	Se proyectó como un importe constante, equivalente al promedio de los dos últimos años.

Fuente: COSSFA S.A

Elaborado por: Autoría propia

Tabla 52 Supuestos Balance de Situación para Valoración

CUEENTA	DESCRIPCIÓN
CUENTAS POR COBRAR	Esta cuenta ha sido proyectada en función al número de días de rotación que las cuentas por cobrar han mantenido en promedio de los años 2011 y 2012, esto es 54 días.
INVENTARIO	Esta cuenta ha sido proyectada en función al número de días de rotación que el inventario ha manejado en promedio entre el 2011 y 2012, es decir 43 días.
PROPIEDAD, PLANTA Y EQUIPO	<p>Los activos fueron identificados por cuenta contable y depreciados en base a las tasas de depreciación tributarias aceptadas en Ecuador. La depreciación del período fue asignada a Gastos Operativos en el Estado de Resultados.</p> <p>Las proyecciones anuales del activo fijo bruto se basaron en el activo fijo bruto existente al cierre del periodo anterior, no se estimaron inversiones en activos fijos siendo consistente con la política adoptada en el último año de la compañía.</p>
PROVEEDORES Y OTRAS CUENTAS POR PAGAR	Esta cuenta ha sido proyectada en función al número de días de rotación que las cuentas por pagar comerciales han presentado en promedio en los dos últimos años (95 días) y en función del costo de ventas proyectado.
IMPUESTOS POR PAGAR	Se determinó el monto del impuesto a la renta pagado por adelantado y a continuación se calculó el pago de los impuestos correspondientes a cada año para de esta forma calcular los impuestos por pagar en función a la diferencia entre el monto imponible (22%) y lo efectivamente pagado (adelantado).
CAPITAL SOCIAL Y APORTES FUTURAS CAPITALIZACIONES	Permanece igual que en el Balance de Situación Financiera, es decir, US\$ 50 mil en capital social y USD\$8.228.531 en aportes a futuras capitalizaciones.
RESULTADOS ACUMULADOS EJERCICIOS ANTERIORES	Corresponde a la acumulación de los resultados anuales.

Fuente: COSSFA S.A

Elaborado por: Autoría propia

Tabla 53 Anexo de Ventas y Costo de Ventas Valoración

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
VENTAS	35,545,738	39,181,471	40,748,730	42,378,680	44,073,827	45,836,780	47,670,251	49,577,061	51,560,143
NORTE	16,969,506	18,965,605	19,724,229	20,513,198	21,333,726	22,187,075	23,074,558	23,997,541	24,957,442
SUR	7,358,220	7,936,214	8,253,663	8,583,809	8,927,161	9,284,248	9,655,618	10,041,843	10,443,516
GUAYAS	1,583,549	2,131,793	2,217,064	2,305,747	2,397,977	2,493,896	2,593,652	2,697,398	2,805,294
RIOBAMBA	1,219,031	1,528,213	1,589,342	1,652,915	1,719,032	1,787,793	1,859,305	1,933,677	2,011,024
PASTAZA	1,549,244	1,444,979	1,502,779	1,562,890	1,625,405	1,690,421	1,758,038	1,828,360	1,901,494
RESTO DE SUCURSALES	6,866,188	7,174,667	7,461,654	7,760,120	8,070,525	8,393,346	8,729,080	9,078,243	9,441,373
% VARIACIÓN		10%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Costo de Ventas	31,083,027	33,597,308	34,941,200	36,338,848	37,792,402	39,304,098	40,876,262	42,511,313	44,211,765
NORTE	14,752,463	16,026,281	16,667,332	17,334,025	18,027,386	18,748,482	19,498,421	20,278,358	21,089,492
SUR	6,535,174	6,967,802	7,246,514	7,536,374	7,837,829	8,151,342	8,477,396	8,816,492	9,169,152
GUAYAS	1,384,786	1,835,651	1,909,077	1,985,440	2,064,858	2,147,452	2,233,350	2,322,684	2,415,592
RIOBAMBA	1,058,085	1,304,768	1,356,959	1,411,237	1,467,687	1,526,394	1,587,450	1,650,948	1,716,986
PASTAZA	1,341,615	1,241,471	1,291,130	1,342,775	1,396,486	1,452,345	1,510,439	1,570,857	1,633,691
RESTO DE SUCURSALES	6,010,904	6,221,335	6,470,189	6,728,996	6,998,156	7,278,082	7,569,206	7,871,974	8,186,853
% VARIACIÓN		8%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
MARGEN BRUTO	4,462,711	5,584,163	5,807,530	6,039,831	6,281,424	6,532,681	6,793,989	7,065,748	7,348,378
Margen Bruto %	12.6%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%

Fuente: COSSFA S.A
Elaborado por: Autoría propia

Tabla 54 Margen Bruto de Ventas

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Margen Bruto %	12.6%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%
NORTE	13.1%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%
SUR	11.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%
GUAYAS	12.6%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%
RIOBAMBA	13.2%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%
PASTAZA	13.4%	14.1%	14.1%	14.1%	14.1%	14.1%	14.1%	14.1%	14.1%
RESTO DE SUCURSALES	12.5%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%

Fuente: COSSFA S.A
Elaborado por: Autoría propia

Tabla 55 Políticas comerciales

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Rotaciones de Cuentas por Cobrar (días)	64	45	54	54	54	54	54	54	54	54
Rotaciones de Cuentas por Pagar (días)	99	91	95	95	95	95	95	95	95	95
Rotaciones de Inventarios (días)	42	45	43	43	43	43	43	43	43	43

Fuente: COSSFA S.A
Elaborado por: Autoría propia

Tabla 56 Gastos operacionales Norte, Sur y Guayas

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
GASTOS OPERACIONALES	6,968,767	6,531,435	6,706,503	6,763,402	6,946,162	7,016,535	7,213,663	7,420,666	7,637,780
% VARIACIÓN		-6%	3%	1%	3%	1%	3%	3%	3%
NORTE	3,889,377	3,425,331	3,426,525	3,463,364	3,561,540	3,546,738	3,649,805	3,757,977	3,871,384
Personal	1,405,899	1,227,711	1,227,711	1,227,711	1,227,711	1,227,711	1,227,711	1,227,711	1,227,711
Servicios	1,363,876	839,391	881,360	925,428	971,700	925,428	971,700	1,020,285	1,071,299
Suministros/ Materiales	124,733	172,684	181,318	190,384	199,903	190,384	199,903	209,898	220,393
Mantenimiento	282,592	160,257	168,269	176,683	185,517	194,793	204,532	214,759	225,497
Depreciación	101,427	204,215	113,950	55,084	53,112	47,882	46,997	46,404	46,007
Impuestos	459,991	652,824	678,937	706,095	734,339	763,712	794,261	826,031	859,072
Operación	150,860	168,249	174,979	181,978	189,258	196,828	204,701	212,889	221,405
SUR	1,179,868	1,348,782	1,418,466	1,432,872	1,472,904	1,513,475	1,557,858	1,604,451	1,653,310
Personal	632,091	523,101	523,101	523,101	523,101	523,101	523,101	523,101	523,101
Servicios	234,583	226,580	237,909	249,804	262,295	275,409	289,180	303,639	318,821
Suministros/ Materiales	58,032	236,840	248,682	261,116	274,172	287,881	302,275	317,388	333,258
Mantenimiento	50,510	25,255	26,518	27,844	29,236	30,698	32,232	33,844	35,536
Depreciación	21,832	15,300	47,683	23,050	22,225	20,036	19,666	19,418	19,252
Impuestos	166,961	276,981	288,061	299,583	311,566	324,029	336,990	350,470	364,489
Operación	15,859	44,725	46,514	48,374	50,309	52,322	54,415	56,591	58,855
GUAYAS	278,385	264,663	282,063	282,061	288,764	295,426	302,915	310,794	319,067
Personal	113,184	126,544	126,544	126,544	126,544	126,544	126,544	126,544	126,544
Servicios	63,779	61,151	64,208	67,419	70,790	74,329	78,046	81,948	86,045
Suministros/ Materiales	27,113	14,728	15,464	16,238	17,050	17,902	18,797	19,737	20,724
Mantenimiento	24,873	10,429	10,950	11,498	12,073	12,676	13,310	13,976	14,675
Depreciación	4,698	1,727	12,808	6,192	5,970	5,382	5,283	5,216	5,171
Impuestos	35,932	27,911	29,028	30,189	31,397	32,653	33,959	35,317	36,730
Operación	8,807	22,173	23,060	23,982	24,941	25,939	26,977	28,056	29,178

Fuente: COSSFA S.A
Elaborado por: Autoría propia

Tabla 57 Gastos operacionales Riobamba, Pastaza y Resto de Sucursales

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
RIOBAMBA	209,695	207,527	221,007	222,079	228,014	233,981	240,605	247,575	254,898
Personal	90,724	90,037	90,037	90,037	90,037	90,037	90,037	90,037	90,037
Servicios	43,695	42,814	44,955	47,202	49,562	52,041	54,643	57,375	60,244
Suministros/ Materiales	30,711	44,511	46,736	49,073	51,526	54,103	56,808	59,648	62,631
Mantenimiento	7,606	2,505	2,631	2,762	2,900	3,045	3,198	3,357	3,525
Depreciación	3,617	1,250	9,182	4,439	4,280	3,858	3,787	3,739	3,707
Impuestos	27,741	17,206	17,894	18,610	19,354	20,129	20,934	21,771	22,642
Operación	5,602	9,204	9,572	9,955	10,353	10,768	11,198	11,646	12,112
PASTAZA	239,392	199,222	211,654	212,524	217,982	223,456	229,539	235,934	242,649
Personal	102,809	88,340	88,340	88,340	88,340	88,340	88,340	88,340	88,340
Servicios	53,161	48,921	51,367	53,935	56,632	59,464	62,437	65,559	68,837
Suministros/ Materiales	17,834	20,540	21,567	22,646	23,778	24,967	26,215	27,526	28,902
Mantenimiento	13,822	3,874	4,068	4,271	4,485	4,709	4,944	5,192	5,451
Depreciación	4,597	1,364	8,682	4,197	4,047	3,648	3,581	3,535	3,505
Impuestos	35,300	27,276	28,367	29,501	30,681	31,909	33,185	34,512	35,893
Operación	11,870	8,907	9,263	9,634	10,019	10,420	10,837	11,270	11,721
RESTO DE SUCURSALES	1,172,050	1,085,909	1,146,787	1,150,502	1,176,958	1,203,459	1,232,941	1,263,935	1,296,471
Personal	568,587	544,130	544,130	544,130	544,130	544,130	544,130	544,130	544,130
Servicios	238,894	225,037	236,289	248,103	260,508	273,534	287,210	301,571	316,649
Suministros/ Materiales	101,430	81,082	85,136	89,393	93,862	98,556	103,483	108,658	114,090
Mantenimiento	40,371	36,832	38,674	40,607	42,638	44,769	47,008	49,358	51,826
Depreciación	20,372	7,048	43,107	20,838	20,092	18,114	17,779	17,555	17,404
Impuestos	158,493	107,164	111,450	115,908	120,544	125,366	130,381	135,596	141,020
Operación	43,902	84,617	88,002	91,522	95,183	98,990	102,950	107,068	111,351

Fuente: COSSFA S.A
Elaborado por: Autoría propia

Tabla 58 Gasto Financiero

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PRESTAMO RELACIONADA	180,036	111,973	108,258	58,258	0	0	0	0	0
Capital	2,165,161								
Tasa	5%								
Plazo	365								
PRESTAMO BANCARIO	0	0	29,560	0	0	0	0	0	0
Capital	516,511								
Tasa	8.92%								
Plazo	420								
TOTAL	180,036	111,973	137,818	58,258	0	0	0	0	0

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
COMISIÓN TARJETA DE CRÉDITO	405,923	397,839	413,753	430,303	447,515	465,415	484,032	503,393	523,529
GASTOS FINANCIEROS	585,959	509,812	551,571	488,561	447,515	465,415	484,032	503,393	523,529

Fuente: COSSFA S.A
Elaborado por: Autoría propia

Tabla 59 Otros Ingresos

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
OTROS INGRESOS	1,106,168	1,872,127	1,701,783	1,746,655	1,793,321	1,841,854	1,892,328	1,944,821	1,999,414
NORTE	735,283	1,281,356	933,623	957,292	981,908	1,007,508	1,034,133	1,061,822	1,090,619
SUR	214,305	319,188	485,714	495,618	505,919	516,631	527,773	539,359	551,409
GUAYAS	24,560	49,232	51,201	53,249	55,379	57,594	59,898	62,294	64,785
RIOBAMBA	12,584	22,614	23,519	24,460	25,438	26,455	27,514	28,614	29,759
PASTAZA	14,838	30,393	31,609	32,873	34,188	35,556	36,978	38,457	39,995
RESTO DE SUCURSALES	104,598	169,344	176,118	183,163	190,489	198,109	206,033	214,274	222,845
% VARIACIÓN		69%	-9%	3%	3%	3%	3%	3%	3%

Fuente: COSSFA S.A
Elaborado por: Autoría propia

Tabla 60 Otros Egresos

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
OTROS EGRESOS	160,750	198,158	179,454	179,454	179,454	179,454	179,454	179,454	179,454
NORTE	64,086	83,685	73,885	73,885	73,885	73,885	73,885	73,885	73,885
SUR	35,583	38,082	36,832	36,832	36,832	36,832	36,832	36,832	36,832
GUAYAS	9,066	9,484	9,275	9,275	9,275	9,275	9,275	9,275	9,275
RIOBAMBA	5,166	6,684	5,925	5,925	5,925	5,925	5,925	5,925	5,925
PASTAZA	8,959	9,358	9,159	9,159	9,159	9,159	9,159	9,159	9,159
RESTO DE SUCURSALES	37,890	50,865	44,378	44,378	44,378	44,378	44,378	44,378	44,378
% VARIACIÓN		23%	-9%	5%	5%	5%	5%	5%	5%

Fuente: COSSFA S.A
Elaborado por: Autoría propia

Tabla 61 Movimiento activo fijo

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Activo fijo bruto	1,321,214	1,380,103	1,380,103	1,380,103	1,380,103	1,380,103	1,380,103	1,380,103	1,380,103
Maquinaria y Equipo de Produccion	624,842	624,842	624,842	624,842	624,842	624,842	624,842	624,842	624,842
Vehículos	40,384	40,384	40,384	40,384	40,384	40,384	40,384	40,384	40,384
Muebles, Enseres y Equipos de Computación	302,967	308,954	308,954	308,954	308,954	308,954	308,954	308,954	308,954
Equipos Informáticos y Electrónicos	353,021	405,923	405,923	405,923	405,923	405,923	405,923	405,923	405,923
Depreciación acumulada	(187,585)	(419,417)	(654,828)	(768,628)	(878,354)	(977,274)	(1,074,366)	(1,170,233)	(1,265,279)
Maquinaria y Equipo de Produccion	(29,514)	(92,055)	(154,539)	(217,023)	(279,508)	(341,992)	(404,476)	(466,960)	(529,444)
Vehículos	(11,290)	(19,696)	(27,773)	(35,850)	(43,926)	(43,926)	(43,926)	(43,926)	(43,926)
Muebles, Enseres y Equipos de Computación	(42,349)	(73,101)	(103,996)	(134,892)	(165,787)	(196,683)	(227,578)	(258,473)	(289,369)
Equipos Informáticos y Electrónicos	(104,432)	(234,565)	(368,520)	(380,863)	(389,133)	(394,673)	(398,386)	(400,873)	(402,540)
Activo fijo neto	1,133,629	960,686	725,275	611,475	501,749	402,829	305,737	209,870	114,824
Depreciación del ejercicio	154,888	230,889	235,411	113,800	109,726	98,920	97,092	95,867	95,046
Maquinaria y Equipo de Produccion	27,708	62,541	62,484	62,484	62,484	62,484	62,484	62,484	62,484
Vehículos	7,581	8,406	8,077	8,077	8,077	-	-	-	-
Muebles, Enseres y Equipos de Computación	29,544	30,751	30,895	30,895	30,895	30,895	30,895	30,895	30,895
Equipos Informáticos y Electrónicos	90,055	129,191	133,955	12,343	8,270	5,541	3,712	2,487	1,666

Fuente: COSSFA S.A

Elaborado por: Autoría propia

Tabla 62 Impuesto a la Renta

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
+ 0.2% de patrimonio total del año anterior	3,639	3,765	4,334	5,131	6,259	7,536	8,966
+ 0.2% del total de costos y gastos del año anterior, deducibles del impuesto a la renta	81,277	84,399	87,182	90,372	93,572	97,148	100,871
+ 0.4% del activo total del año anterior	53,051	50,055	48,025	51,172	55,042	59,275	63,881
+ 0.4% del total de ingresos del año anterior, gravables para efecto del impuesto a la renta	164,265	169,840	176,539	183,507	190,753	198,288	206,126
- Retenciones practicadas							
Impuesto total calculado según coeficientes	302,232	308,059	316,080	330,182	345,625	362,247	379,843
Impuesto a la Renta calculado en el Estado de Resultados	17,886	80,209	112,448	158,982	180,110	201,646	223,640
Cálculo Tributos por cobrar / (pagar)	284,345	227,851	203,632	171,200	165,515	160,602	156,204
Impuestos por cobrar	284,345	227,851	203,632	171,200	165,515	160,602	156,204
Impuestos por pagar	0	0	0	0	0	0	0

Fuente: COSSFA S.A

Elaborado por: Autoría propia

4.3.2 Estados Financieros Proyectados

Tabla 63 Estado de Situación Financiera Proyectado

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Activos Corrientes										
Efectivo Y Equivalentes Al Efectivo	3,542,682	3,309,902	3,031,300	1,265,961	747,003	1,217,639	1,840,941	2,535,752	3,304,057	4,147,821
Documentos y Otras Cuentas por Cobrar	5,257,733	6,222,981	4,819,673	6,073,164	6,316,090	6,568,734	6,831,483	7,104,742	7,388,932	7,684,489
Inventario	4,857,456	3,536,471	4,121,586	4,130,942	4,296,180	4,468,027	4,646,748	4,832,618	5,025,922	5,226,959
Impuestos por Recuperar	682,117	554,309	296,770	284,345	-	-	-	-	-	-
Total Activo Corriente	14,339,988	13,623,663	12,269,329	11,754,412	11,359,272	12,254,399	13,319,172	14,473,112	15,718,911	17,059,269
Activos No Corrientes										
Propiedades, Planta Y Equipo	531,079	1,133,629	960,686	725,275	611,475	501,749	402,829	305,737	209,870	114,824
Activo por impuestos diferidos	26,126	32,808	32,808	34,120	35,485	36,905	38,381	39,916	41,513	43,173
Total Activo No Corriente	557,205	1,166,437	993,494	759,395	646,961	538,654	441,209	345,653	251,383	157,997
TOTAL DE ACTIVOS	14,897,193	14,790,100	13,262,823	12,513,807	12,006,233	12,793,053	13,760,381	14,818,764	15,970,294	17,217,266
Pasivo Corriente										
Proveedores y Otras Cuentas por Pagar	6,016,806	8,390,392	8,356,349	9,061,225	9,423,674	9,800,621	10,192,646	10,600,352	11,024,366	11,465,341
Obligaciones Bancarias	2,760,057	876,135	516,511	-	-	-	-	-	-	-
Entidades Relacionadas	9,185,646	2,662,209	2,165,161	1,165,161	-	-	-	-	-	-
Beneficios Empleados	169,214	212,035	221,921	230,798	240,030	249,631	259,616	270,001	280,801	292,033
Impuestos por Pagar	462,721	667,861	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Pasivo Corriente	18,594,444	12,808,632	11,259,941	10,457,184	9,663,704	10,050,252	10,452,262	10,870,353	11,305,167	11,757,374
Pasivo No Corriente										
Beneficios a Empleados LP	-	124,564	146,851	135,708	135,708	135,708	135,708	135,708	135,708	135,708
Otras Cuentas por Pagar LP	139,873	54,775	36,774	38,245	39,775	41,366	43,021	44,742	46,531	48,392
Total Pasivo No Corriente	139,873	179,339	183,625	173,953	175,483	177,074	178,728	180,449	182,239	184,100
Total De Pasivos	18,734,317	12,987,971	11,443,567	10,631,137	9,839,187	10,227,326	10,630,991	11,050,802	11,487,406	11,941,474
Patrimonio neto										
Capital	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
Aportes Futuras Capitalizaciones	289,434	8,228,531	8,228,531	8,228,531	8,228,531	8,228,531	8,228,531	8,228,531	8,228,531	8,228,531
Result. Acum. Prov. Adopcion 1ra. Vez Niif	-	-	(55,992)	(55,992)	(55,992)	(55,992)	(55,992)	(55,992)	(55,992)	(55,992)
Resultados Acumulados Ejercicios anterior	(627,981)	(6,476,401)	(6,373,165)	(6,403,282)	(6,339,868)	(6,055,492)	(5,656,812)	(5,093,148)	(4,454,576)	(3,739,651)
Resultado Del Ejercicio	(3,548,577)	-	(30,117)	63,414	284,376	398,681	563,664	638,572	714,925	792,905
Total De Patrimonio	(3,837,124)	1,802,130	1,819,256	1,882,671	2,167,046	2,565,727	3,129,391	3,767,963	4,482,888	5,275,793
TOTAL DE PASIVO Y PATRIMONIO	14,897,193	14,790,101	13,262,823	12,513,807	12,006,233	12,793,053	13,760,381	14,818,765	15,970,294	17,217,266

Fuente: COSSFA S.A
Elaborado por: Autoría propia

Tabla 64 Estado de Resultados Proyectado

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
VENTAS	35,545,738	39,181,471	40,748,730	42,378,680	44,073,827	45,836,780	47,670,251	49,577,061	51,560,143
Costo de Ventas	31,083,027	33,597,308	34,941,200	36,338,848	37,792,402	39,304,098	40,876,262	42,511,313	44,211,765
MARGEN BRUTO	4,462,711	5,584,163	5,807,530	6,039,831	6,281,424	6,532,681	6,793,989	7,065,748	7,348,378
Margen Bruto %	12.6%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%
GASTOS OPERACIONALES	6,968,767	6,531,435	6,706,503	6,763,402	6,946,162	7,016,535	7,213,663	7,420,666	7,637,780
UTILIDAD OPERACIONAL	(2,189,290)	(947,271)	(898,973)	(723,571)	(664,738)	(483,854)	(419,675)	(354,918)	(289,401)
UTILIDAD OPERACIONAL %	-6.2%	-2.4%	-2.2%	-1.7%	-1.5%	-1.1%	-0.9%	-0.7%	-0.6%
INGRESOS FINANCIEROS	13,681	12,548	9,515	9,515	9,515	9,515	9,515	9,515	9,515
GASTOS FINANCIEROS	585,959	509,812	551,571	488,561	447,515	465,415	484,032	503,393	523,529
OTROS INGRESOS	1,106,168	1,872,127	1,701,783	1,746,655	1,793,321	1,841,854	1,892,328	1,944,821	1,999,414
OTROS EGRESOS	160,750	198,158	179,454	179,454	179,454	179,454	179,454	179,454	179,454
UTILIDAD/PÉRDIDA ANTES IMPUES	(2,132,916)	229,434	81,300	364,584	511,129	722,646	818,682	916,571	1,016,544
UTILIDAD/PÉRDIDA ANTES IMPUE:	-6.0%	0.6%	0.2%	0.9%	1.2%	1.6%	1.7%	1.8%	2.0%
IMPUESTO A LA RENTA	-	259,552	17,886	80,209	112,448	158,982	180,110	201,646	223,640
UTILIDAD/PÉRDIDA NETA (BDT)	(2,132,916)	(30,117)	63,414	284,376	398,681	563,664	638,572	714,925	792,905
UTILIDAD/PÉRDIDA NETA (BDT)	-6.0%	-0.1%	0.2%	0.7%	0.9%	1.2%	1.3%	1.4%	1.5%

Fuente: COSSFA S.A
 Elaborado por: Autoría propia

Tabla 65 Estado de Flujo de Caja Proyectado

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Variación en Actividades de Operación	838,033	405,128	(248,829)	646,202	470,636	623,302	694,811	768,305	843,764
Utilidad Neta	(2,132,917)	(30,117)	63,414	284,376	398,681	563,664	638,572	714,925	792,905
Depreciaciones y Provisiones	(166,926)	47,244	235,411	113,800	109,726	98,920	97,092	95,867	95,046
Clientes	(965,248)	1,403,308	(1,253,491)	(242,927)	(252,644)	(262,749)	(273,259)	(284,190)	(295,557)
Inventario	1,320,985	(585,115)	(9,356)	(165,238)	(171,847)	(178,721)	(185,870)	(193,305)	(201,037)
Impuestos por Recuperar	127,808	257,539	12,425	284,345	-	-	-	-	-
Activo por impuestos diferidos	(6,682)	-	(1,312)	(1,365)	(1,419)	(1,476)	(1,535)	(1,597)	(1,661)
Proveedores y Otras Cuentas por Pagar	2,373,586	(34,043)	704,876	362,449	376,947	392,025	407,706	424,014	440,975
Beneficios Empleados	42,821	9,886	8,877	9,232	9,601	9,985	10,385	10,800	11,232
Impuestos por Pagar	205,140	(667,861)	-	-	-	-	-	-	-
Beneficios a Empleados LP	124,564	22,287	(11,144)	-	-	-	-	-	-
Otras Cuentas por Pagar LP	(85,098)	(18,001)	1,471	1,530	1,591	1,655	1,721	1,790	1,861
Variación en Actividades de Inversión	(602,550)	172,943	0	0	(0)	(0)	0	(0)	0
Propiedad, Planta y Equipo	(602,550)	172,943	0	0	(0)	(0)	0	(0)	0
Variación en Actividades de Financiamiento	(468,262)	(856,673)	(1,516,511)	(1,165,161)	-	-	-	-	-
Obligaciones Bancarias	(1,883,922)	(359,624)	(516,511)	-	-	-	-	-	-
Entidades Relacionadas	(6,523,437)	(497,048)	(1,000,000)	(1,165,161)	-	-	-	-	-
Aportes Futuras Capitalizaciones	7,939,097	-	-	-	-	-	-	-	-
Variación Neta de Caja	(232,779)	(278,603)	(1,765,339)	(518,958)	470,636	623,302	694,811	768,305	843,764
Efectivo al Inicio del Período	3,542,682	3,309,902	3,031,300	1,265,961	747,003	1,217,639	1,840,941	2,535,752	3,304,057
Saldo de Caja	3,309,903	3,031,300	1,265,961	747,003	1,217,639	1,840,941	2,535,752	3,304,057	4,147,821

Fuente: COSSFA S.A

Elaborado por: Autoría propia

4.3.3 Flujo libre de caja

Siguiendo la metodología empleada en el punto 3.6.4 Tasa de Descuento, para ser consistente con el análisis de la alternativa de Recuperación, se procede a calcular el Flujo Libre de Caja.

Barajas (2008) expone las bondades del método de flujo de caja libre:

- Se basa en la información propia de la Compañía y en el análisis del entorno y el mercado. Por tanto tiene en cuenta el comportamiento futuro de las principales variables de la empresa. Al ser una metodología sencilla, permite observar claramente los factores que generan o destruyen valor.
- La proyección puede realizarse bajo escenarios distintos, lo cual hace que se tenga en cuenta el riesgo en el cual incurre la empresa.
- Permite realizar comparación con diferentes alternativas de inversión, establecer un lenguaje común, como en nuestro tema de estudio, permite comparar los resultados en cada alternativa estratégica planteada.

Tabla 66 Flujo Libre de Caja Proyectado para Valoración

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ventas	35,545,738	39,181,471	40,748,730	42,378,680	44,073,827	45,836,780	47,670,251	49,577,061	51,560,143
Costo de Ventas	31,083,027	33,597,308	34,941,200	36,338,848	37,792,402	39,304,098	40,876,262	42,511,313	44,211,765
Margen Bruto	4,462,711	5,584,163	5,807,530	6,039,831	6,281,424	6,532,681	6,793,989	7,065,748	7,348,378
Margen Bruto %	12.6%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%
Gastos operativos	6,968,767	6,531,435	6,706,503	6,763,402	6,946,162	7,016,535	7,213,663	7,420,666	7,637,780
Utilidad operacional	(2,506,056)	(947,271)	(898,973)	(723,571)	(664,738)	(483,854)	(419,675)	(354,918)	(289,401)
Utilidad operacional %	-7.1%	-2.4%	-2.2%	-1.7%	-1.5%	-1.1%	-0.9%	-0.7%	-0.6%
Ingresos Financieros	13,681	12,548	9,515	9,515	9,515	9,515	9,515	9,515	9,515
Gastos Financieros	585,959	509,812	551,571	488,561	447,515	465,415	484,032	503,393	523,529
Otros Ingresos	1,106,168	1,872,127	1,701,783	1,746,655	1,793,321	1,841,854	1,892,328	1,944,821	1,999,414
Otros Gastos No Operativos	160,750	198,158	179,454	179,454	179,454	179,454	179,454	179,454	179,454
Utilidad/Pérdida antes de Impuestos	(2,132,916)	229,434	81,300	364,584	511,129	722,646	818,682	916,571	1,016,544
Utilidad/Pérdida antes de Impto%	-6.0%	0.6%	0.2%	0.9%	1.2%	1.6%	1.7%	1.8%	2.0%
Impuesto a la Renta	-	259,552	17,886	80,209	112,448	158,982	180,110	201,646	223,640
(+) Intereses Bancarios	193,366	168,238	182,018	161,225	147,680	153,587	159,731	166,120	172,765
(-) Inversión en activos fijos	(602,550)	172,943	0	0	(0)	(0)	0	(0)	0
(-) Variación en capital de trabajo		194,356	287,841	398,340	508,579	662,763	735,850	810,985	888,151
(-) Gastos Financieros*% Impuesto	(445,329)	(392,555)	(430,225)	(381,077)	(349,062)	(363,024)	(377,545)	(392,647)	(408,353)
(-) Devolución de Deuda	(468,262)	(856,673)	(1,516,511)	(1,165,161)	-	-	-	-	-
Flujo Libre de Caja (FCFF)	(3,299,149)	(512,905)	(1,178,051)	(588,498)	815,604	1,115,910	1,253,699	1,395,251	1,540,514

Fuente: COSSFA S.A.
Elaborado por: Autoría propia

4.3.4 Valor Residual

En teoría una empresa es eterna. Los cálculos de valoración se deben hacer, partiendo de la base de que la empresa no va a quebrar y por tanto es eterna. Sin embargo, aparte de por la imposibilidad de calcular los flujos de caja a 100 años vista, las leyes del mercado hacen que a la larga la empresa tienda a un crecimiento igual al de la economía en general, es decir, que deje de tener una ventaja competitiva. La fórmula matemática de una renta perpetua, basada en el conocido Modelo de Gordon sobre el crecimiento, es la siguiente:

$$Vr = \frac{R \times (1 + g)}{(WACC - g)} \times (1 + WACC)^{-n}$$

R= Cifra de renta que servirá de base para el cálculo de los cash flows futuros esperados después del período proyectado.

g = Tasa de crecimiento media a perpetuidad considerada para R

WACC= Tasa de descuento considerada

n = Número de años de duración del período proyectado

La tasa de crecimiento de los flujos se la proyectó en función del 0%, lo que quiere decir, que los mismos a partir del quinto año se estabilizan. Aplicando la fórmula descrita el valor residual de la Compañía se presenta en el la Tabla 43.

Tabla 67 Valor residual

VALOR RESIDUAL	8,236,895
FLUJO DE TESORERÍA ÚLTIMO AÑO	1,540,514
TASA CRECIMIENTO DE FLUJO (g)	0%

Fuente: COSSFA S.A.

Elaborado por: Autoría propia

4.3.5 Valor de la Compañía

El valor del negocio por el método Flujo de Caja Libre será el valor actual de los flujos de caja libres proyectados, más el valor del negocio al final del período o valor residual.

En la siguiente tabla, se evidencia que el resultado de la proyección realizada el valor de la empresa, genera un VAN (Valor Actual Neto) de los flujos de US \$8,2 millones, más el valor residual descontado de US \$2.3 millones, generando un valore de la empresa total de US \$10.5 millones.

Tabla 68 Valor de la Compañía

VALOR DE EMPRESA	10,533,080
VALOR ACTUAL NETO (VAN)	2,296,185
VALOR RESIDUAL DESCONTADO	8,236,895

Fuente: COSSFA S.A.

Elaborado por: Autoría propia

4.3.6 Recuperación de la inversión

Para una toma de decisión de los accionistas, se ha calculado el valor de recuperación de inversión.

Tabla 69 Valor de recuperación del accionista

RUBROS	VENTA/FUSIÓN
INVERSIÓN ACCIONISTA	8,278,531
RECUPERACIÓN DE INVERSIÓN	10,533,080
VALOR CONTRA/ FAVOR ACCIONISTA	2,254,549

Fuente: COSSFA S.A.
Elaborado por: Autoría propia

Si el accionista si decide vender o fusionar la empresa el valor que puede recuperar por la misma asciende a US \$10.5 millones, es decir, que sobre el valor de inversión de US \$8.2 millones tendría a favor el monto de US \$2.2 millones.

4.4 Comparativo de las estrategias planteadas

Las alternativas estratégicas presentadas a la Alta Dirección han sido:

- a. Continuidad, es decir mantener a la empresa bajo la propuesta de recuperación y,
- b. Otras alternativas estratégicas como: a) liquidar a la compañía, y b) valorar al negocio, con la intención de venta y/o fusión.

Para una toma de decisión de los accionistas, se ha calculado el valor de recuperación de inversión.

La recuperación de la inversión corresponde a:

- ✓ Continuidad: Flujo libre de caja descontado.
- ✓ Liquidación: Realización de activos y pasivos
- ✓ Venta o Fusión: Valoración de empresa por medio del método de flujo libre de caja descontado en el que se incorpora el valor de recuperación en perpetuidad.

Tabla 70 Comparación de las estrategias

RUBROS	LIQUIDACIÓN	CONTINUIDAD	VENTA/FUSIÓN
INVERSIÓN ACCIONISTA	8,278,531	8,278,531	8,278,531
RECUPERACIÓN DE INVERSIÓN	7,576,950	8,455,012	10,533,080
VALOR CONTRA/ FAVOR ACCIONISTA	(701,581)	176,481	2,254,549

Fuente: COSSFA S.A.

Elaborado por: Autoría propia

Del comparativo de las estrategias propuestas se puede llegar a las siguientes conclusiones:

- a. De la alternativa de continuidad, se desprende que el accionista podría recuperar su inversión al término del 2019, y generar a su favor el valor de US\$ 176 mil, sin embargo, existe un alto riesgo en la variable margen bruto.

b. En la alternativa de liquidación, si el accionista realiza todos sus activos y pasivos tendría un efecto negativo de US \$702 mil en relación al valor invertido en la empresa.

c. Para el caso de venta o fusión, al ser valorada la empresa se genera un superávit de US\$ 2.2 millones en comparación al monto invertido por el accionista. El valor de venta o fusión puede ser negociado en función de las expectativas del futuro comprador o parte interesada.

En resumen, se concluye que el mayor valor de recuperación de la inversión para el accionista es mediante la venta o fusión de la compañía, el límite inferior aceptable de negociación es de US \$8.4 millones, como si la empresa siguiera bajo el escenario de continuidad que es lo mínimo que podría ganar si recupera la empresa al término del décimo año, con el riesgo potencial de que no logre cumplir las metas propuestas.

CAPÍTULO V

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

El trabajo de investigación ha tenido como objetivo plantear propuestas estratégicas para la toma de decisiones de la Alta Dirección en un ambiente de crisis en una de las compañías del Grupo Empresarial, con la finalidad de evaluar financieramente y contribuir al proceso de toma de decisiones relevantes en función a la recuperación de su inversión o al menor impacto económico-financiero.

Sin embargo, la Alta Dirección debería hacerse la siguiente pregunta previa a una decisión definitiva: ¿Qué se perdería y en qué se perjudicaría al mundo si una compañía deja de existir?

5.1 Conclusiones

❖ Al realizar un análisis exhaustivo a nivel externo e interno de la Compañía se han observado una serie de amenazas y debilidades desde el inicio de su operación, lo que ha ocasionado que tenga un serio indicador de crisis empresarial. El diagnóstico financiero y económico, evidencia que COSSFA S.A. ha pasado por las tres etapas de crisis, cuya gravedad en la situación actual podría llevarle hasta la quiebra definitiva o su causal de disolución.

❖ El motivo del presente trabajo es plantear distintas propuestas estratégicas a la Alta Dirección de COSSFA S.A. Las propuestas estratégicas fueron: recuperación, liquidación, fusión y /o venta. En la estrategia de recuperación, el valor probable de recuperación es de US \$8.4 millones bajo el escenario normal que comparándola con la inversión realizada por el accionista de US\$ 8.2 millones tendría a su favor US \$176 mil. La variable margen bruto es muy sensible a los cambios, por lo que de mantener una estructura grande de gastos fijos la probabilidad de no recuperar la inversión inicial es alta.

❖ En otras propuestas estratégicas se incluyó a liquidación, mediante la realización de activos y cumplimiento de pasivos. El costo de tomar esta decisión lleva a una recuperación de inversión a corto plazo de US\$7.5 millones, que comparada con la inversión inicial de US \$8.2 millones se genera una pérdida de US \$701 mil para los intereses accionariales. Para la estrategia de venta y/o fusión, se valoró a la Compañía como negocio en marcha, llegándose a determinar que la empresa podría llegarse a negociar, en US \$10.5 millones, es decir, a nivel accionarial se podría recuperar US \$2.3 millones a mediano plazo de valor de inversión inicial de US \$8.2 millones.

❖ De las propuestas estratégicas a la Alta Dirección, se concluye que la mejor alternativa en términos monetarios es la venta y/o fusión, en la que el accionista generaría una mayor recuperación del valor invertido, en la medida que la Compañía logre contactar interesados. La segunda mejor alternativa, es realizar una liquidación empresarial, en vista del alto riesgo que existe al mantener la Empresa en

marcha, el tiempo de recuperación de inversión y la desmotivación existente en el recurso humano.

5.2 Recomendaciones

❖ Se recomienda a la Alta Dirección de la Empresa, tomar medidas urgentes en vista del nivel de crisis en el que se encuentra la empresa, por tanto se debe utilizar el presente análisis y sus diferentes alternativas estratégicas, como elemento de juicio base para la toma de decisiones con respecto a COSSFA S.A.

❖ Se recomienda a la Alta Dirección a nivel Corporativo, incorporar en su portafolio de inversiones, indicadores de gestión basados en las razones financieras aquí expuestas, que permitan identificar señales tempranas de crisis y pueda llevarlas a tomar decisiones oportunas a fin de evitar una etapa de crisis inminente o de terapia intensiva, que pudieran llegar a comprometer la rentabilidad del conjunto de sus inversiones, y que puedan garantizar la permanencia en el tiempo de una Empresa.

❖ Se recomienda a la Alta Dirección de la Compañía y la Corporación, optar por la venta y/o fusión en el corto o mediano plazo, y en caso de no encontrar un comprador o socio estratégico para COSSFA S.A., se adopte la estrategia de liquidación analizando los efectos económicos, sociales y legales, de dicha decisión.

BIBLIOGRAFIA

Mintzberg, V. (1997). *El proceso estratégico conceptos, textos y casos*. México: Prentice Hall.

Administración de empresas, D. (2009). Obtenido de http://usuarios.multimania.es/edecena/Admon/Planificacion/Estrategias/def_desi.htm

Administración Estratégica UPB, Estrategia de Liquidación. . (s.f.). Obtenido de <http://administracionestrategicaupbbga.blogspot.com/2008/04/estrategia-de-liquidacion.html>

Alonso, V. P. (2007). *Valoración de empresas*. Barcelona: Editorial Aedos.

Avolio Alecchi, B. (2010). *Métodos de valoración de empresas*. Lima: Escuela de Negocios Centrum Católica.

Barajas, A. (2008). *Finanzas para no Financistas*. . Bogotá: Pontificia Universidad Javeriana.

Cabareño , C. (2008). *Toma de decisiones estratégicas*. Madrid: UOC.

Casanova, S. (2000). *Guía práctica para la valoración de empresas*. Barcelona: EDEC.

Chávez, R. (2010). *Cálculos Económicos*. Obtenido de <http://es.scribd.com/doc/45561048/06-Calculos-economicos-WACC>

Cole, D. (2005). *Desarrollo Organizacional*. Buenos Aires : Novuko.

Collins, J. (2010). *Como caen los poderosos*. Bogotá: Editorial Norma.

Contabilidad en línea, E.-c. (s.f.). *Definición de fusión de empresas*. Obtenido de <http://www.e-economic.es/programa/glosario/definicion-fusion-empresas>

Crespo, T. (2004). *Administración de empresas*. Madrid: Mad.

Daft, R. (2004). *Administración*. México: Mcgraw Hill.

- Darmaruf, G. (2010). *Finanzas Corporativas*. Buenos Aires: Alfaomega.
- Diccionario de la Lengua Española, R. A. (s.f.). Obtenido de <http://lema.rae.es/drae/?val=desinversi%C3%B3n>
- Dupont, S. (2009). Obtenido de <http://www.gerencie.com/sistema-dupont.html>
- económicos, C. (s.f.). Obtenido de <http://es.scribd.com/doc/45561048/06-Calculos-economicos-WACC>
- Empresa, P. p. (s.f.). Obtenido de <http://www.realtynews.es/jm/index.php/la-empresa-al-dia/832-primeros-pasos-para-la-venta-de-su-empresa.html>
- Espina, A. (s.f.). *Análisis e Interpretación de Estados Financieros EVA*. Obtenido de <http://www.slideshare.net/arnulfoe/eva-valor-economico-agregado>
- Estupiñan, O. (2006). *Análisis financiero y de gestión*. Quito: ECOE Ediciones.
- Faga, H. (2006). *Como profundizar en el análisis de sus costos para tomar mejores decisiones empresariales*. Buenos Aires: Ediciones Garnica.
- Fernández, J. V. (2010). *La Creación De Valor, La Estrategia Y Los Stakeholders*. Bogotá: Prentice Hall.
- Flores García, G. (2010). *Ojo a la crisis reestructurando a tiempo. Lawyer*.
- Horngren, C. (2006). *Contabilidad de costos un enfoque gerencial*. México: Prentice Hall.
- Improven. (2009). *II Estudio sobre Gestión de Crisis. Improven*.
- Mantilla, J. (2011). *Valoración de la Empresa SHERLOCTECH SOLUTIONS S.A.*. Tesis de Ingeniería en Finanzas.
- Martínez, M. (2003). *La gestión empresarial equilibrando objetivos y valores*. Madrid: Ediciones Díaz de Santos.
- Mascareñas, J. (2011). *Fusiones, Adquisiciones y Valoraciones de Empresas*. Madrid: Publidisa.

Meneses, R. (2008). *Análisis de los hábitos de consumo en los supermercados de la ciudad de Quito*. Quito: Tesis de Ingeniería.

Milla , A. (2007). *Creación de valor para el accionista*. Madrid: Ediciones Díaz de Santos.

Ordoñez, R. (2008). *Administración Estratégica UPB, Estrategia de Liquidación*.

Obtenido de <http://administracionestrategicaupbbga.blogspot.com/2008/04/estrategia-de-liquidacion.html>

Revista Administer, F. d. (s.f.). Obtenido de <http://www.utp.edu.pe/imgcli/administer28.pdf>

Sanjurjo, M. (2003). *Guía De Valoración De Empresas*. Buenos Aires: Prentice Hall.

Schmitt, G. (1994). *Turn - Around: La reingeniería de los negocios*. Buenos Aires: Aden.

Serra Roberto (2012), ¿. e. (s.f.). *Wordpress*. Obtenido de Recuperado de <http://jcvalda.wordpress.com/2012/02/01/que-es-y-como-definir-la-competencia-distintiva-o-core-business-de-tu-negocio/>

Superintendencia de Compañías. (1999). *Ley de Compañías*,. Ecuador, RO.319.

Tomás, I. a. (s.f.). Obtenido de <http://gilaandco.com/img/expansion11may.pdf>, 2010

Tres formas lógicas de mantener el crecimiento durante la recesión. (s.f.). Obtenido de Recuperado de <http://www.apuntesgestion.com/3-formas-logicas-de-mantener-el-crecimiento-durante-la-recesion>

Ventajas de una Fusión, N. T. (s.f.). Obtenido de <http://www.ntcon.eu/merges-and-acquisitions-compra-empresa-fusiones-empresas/fusiones-de-empresas-merges-fusion-de-empresas/ventajas-de-una-fusion-de-empresas.html>

Villa, A. (2007). *Valoración de Empresas* . México: Mundi Prensa.

Waisman, A. (2007). *Recuperación de empresas en crisis y creación de valor*.

Buenos Aires: Prentice Hall.

Wikipedia. (s.f.). Obtenido de http://es.wikipedia.org/wiki/Riesgo_pa%C3%ADs

Zambrano, A. (2007). *Planificación Estratégica*. Caracas: Universidad Católica

Andrés Bello.