



**UTPL**

**UNIVERSIDAD TÉCNICA PARTICULAR DE LOJA**

*La Universidad Católica de Loja*

**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y  
EMPRESARIALES**

**CARRERA DE LICENCIADO EN ADMINISTRACIÓN EN  
BANCA Y FINANZAS**

Generación de EVA a través de la estructura de capital de la empresa Industria Lojana de Especerías ILE C.A, de la ciudad de Loja. Periodos 2015-2019

Trabajo de titulación previo a la obtención del título de:

**LICENCIADO EN ADMINISTRACIÓN EN BANCA Y  
FINANZAS**

**Autora:** Morocho Cuenca, Xiomara Alexandra

**Director:** Cortés García, José Salvador

LOJA

2022



*Esta versión digital, ha sido acreditada bajo la licencia Creative Commons 4.0, CC BY-NY-SA: Reconocimiento-No comercial-Compartir igual; la cual permite copiar, distribuir y comunicar públicamente la obra, mientras se reconozca la autoría original, no se utilice con fines comerciales y se permiten obras derivadas, siempre que mantenga la misma licencia al ser divulgada. <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/deed.es>*

2022



*Esta versión digital, ha sido acreditada bajo la licencia Creative Commons 4.0, CC BY-NY-SA: Reconocimiento-No comercial-Compartir igual; la cual permite copiar, distribuir y comunicar públicamente la obra, mientras se reconozca la autoría original, no se utilice con fines comerciales y se permiten obras derivadas, siempre que mantenga la misma licencia al ser divulgada. <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/deed.es>*

2022

## **Aprobación del director del Trabajo de Titulación**

Loja, 3 de marzo de 2022

Doctora

Eulalia Elizabeth Salas Tenesaca

**Directora de la carrera de Administración en banca y finanzas**

Ciudad. -

De mi consideración:

Me permito comunicar que, en calidad de director del presente Trabajo de Titulación denominado: Generación de EVA a través de la estructura de capital de la empresa Industria Lojana de Especerías ILE C.A, de la ciudad de Loja. Periodos 2015-2019, realizado por Xiomara Alexandra Morocho Cuenca, ha sido orientado y revisado durante su ejecución, así mismo ha sido verificado a través de la herramienta de similitud académica institucional, y cuenta con un porcentaje de coincidencia aceptable. En virtud de ello, y por considerar que el mismo cumple con todos los parámetros establecidos por la Universidad, doy mi aprobación a fin de continuar con el proceso académico correspondiente.

Particular que comunico para los fines pertinentes.

Atentamente,

Director: José Salvador Cortés García

C.I.: 0150427045

### **Declaración de autoría y cesión de derechos**

Yo, Xiomara Alexandra Morocho Cuenca, declaro y acepto en forma expresa lo siguiente:

Ser autora del Trabajo de Titulación denominado: Generación de EVA a través de la estructura de capital de la empresa Industria Lojana de Especerías ILE C.A, de la ciudad de Loja. Periodos 2015-2019, de la carrera de Finanzas, específicamente de los contenidos comprendidos en: Capítulo uno: Generación del valor económico agregado de una empresa; Capítulo dos: Entorno empresarial de ILE, Capítulo tres: Metodología, Capítulo cuatro: Resultados; y, Conclusiones y Recomendaciones, siendo el profesor Cortés García, José Salvador, director del presente trabajo; también declaro que la presente investigación no vulnera derechos de terceros ni utiliza fraudulentamente obras preexistentes. Además, ratifico que las ideas, criterios, opiniones, procedimientos y resultados vertidos en el presente trabajo investigativo, son de mi exclusiva responsabilidad. Eximo expresamente a la Universidad Técnica Particular de Loja y a sus representantes legales de posibles reclamos o acciones judiciales o administrativas, en relación a la propiedad intelectual de este trabajo.

Que la presente obra, producto de mis actividades académicas y de investigación, forma parte del patrimonio de la Universidad Técnica Particular de Loja, de conformidad con el artículo 20, literal j), de la Ley Orgánica de Educación Superior; y, artículo 91 del Estatuto Orgánico de la UTPL, que establece: "Forman parte del patrimonio de la Universidad la propiedad intelectual de investigaciones, trabajos científicos o técnicos y tesis de grado que se realicen a través, o con el apoyo financiero, académico o institucional (operativo) de la Universidad", en tal virtud, cedo a favor de la Universidad Técnica Particular de Loja la titularidad de los derechos patrimoniales que me corresponden en calidad de autor/a, de forma incondicional, completa, exclusiva y por todo el tiempo de su vigencia.

La Universidad Técnica Particular de Loja queda facultada para ingresar el presente trabajo al Sistema Nacional de Información de la Educación Superior del Ecuador para su difusión pública, en cumplimiento del artículo 144 de la Ley Orgánica de Educación Superior.

.....

Autora: Xiomara Alexandra Morocho Cuenca

C.I.: 1104280944

Correo electrónico: xamorocho@utpl.edu

### **Dedicatoria**

Primeramente, se le dedico a la Virgen de El Cisne porque a ella le debo lo que tengo y todo lo que soy gracias a ella tengo sabiduría entendimiento, sabiduría y conocimiento día a día y tengo el privilegio de presentar mi trabajo de titulación.

Este trabajo de titulación le dedico a mis padres Ángel Morocho Y Alicia del Carmen Cuenca ya que gracias a ellos siempre están apoyándome incondicionalmente cuando lo necesité, dándome los mejores consejos guiándome y haciéndome una persona de bien, ellos fueron los que me influenciaron buenos valores, los cuales fueron el motivo para salir adelante.

A Carlos Gañay por estar conmigo por brindarme su amor, su apoyo incondicional y sobre todo en creer en mí.

A mi hijo Cristhoper Gañay por ser el motor de mi vida, ya que es mi regalo más grande que me dio Dios que por el he tenido fuerzas para poder seguir con mis estudios.

A mis hermanos Amparo y Kevin porque son la razón de sentirme orgullosa de culminar mi meta gracias a ellos por confiar en mí.

Y sin dejar atrás a toda mi familia, a mis abuelitos, tíos y primos gracias por parte de mi vida.

Xiomara

## **Agradecimiento**

Agradezco a mi Dios por habernos guiado durante la elaboración de este TFM.

A mis padres que, gracias a sus consejos y palabras de aliento, quienes me han ayudado a crecer como persona, a luchar por lo que quiero, sobre todo ánimo para seguir adelante como persona y como estudiante y cumplir mis metas propuestas.

Agradezco a la Universidad Técnica Particular de Loja por darme la oportunidad de formarme como profesional.

A mis hermanos por su apoyo cariño y por estar en los momentos más importantes de mi vida.

Gracias

## Índice de Contenido

Carátula .....	I
Aprobación del director del Trabajo de Titulación .....	II
Declaración de autoría y cesión de derechos.....	III
Índice de Contenido.....	VII
Resumen.....	1
Abstract .....	2
Introducción .....	3
Capítulo uno.....	5
Generación del valor económico agregado de una empresa .....	5
1.1 Valor Económico Agregado (EVA).....	5
1.1.1 La creación de valor .....	5
1.1.2 Valor Económico Agregado (EVA) .....	5
1.1.3 Ventajas y desventajas del EVA .....	6
1.1.4 Cálculo del EVA .....	8
1.1.4.1. Utilidades ordinarias antes de intereses y después de impuestos (UAIDI).....	9
1.1.4.2. Costo promedio de capital.....	10
1.1.5 Interpretación del EVA .....	11
1.1.6 Comparación de la valoración tradicional y el EVA. ....	12
1.2 Estructura de Capital.....	13
1.2.1 Teorías sobre la estructura del capital.....	15
1.2.1.1 Teoría del óptimo financiero ( <i>trade off theory</i> ). ....	15
1.2.1.2 Teoría del <i>pecking order</i> .....	15
1.2.1.3 Teoría de Modigliani y Miller.....	16
1.2.1.4 Teoría basada en impuestos y costos de quiebra. ....	17
1.2.1.5 Teoría de costos de agencia.....	17

1.2.1.6	Teoría de la información asimétrica y señalización.....	17
1.2.2	Indicadores de Estructura de capital.....	18
1.2.2.1.	Activo. ....	19
1.2.2.2.	Pasivo.....	19
1.2.2.3.	Patrimonio.....	20
1.2.2.4.	Relación entre Activo, Pasivo y Patrimonio. ....	21
1.2.3	Cálculo de estructura de capital .....	22
1.2.4	La estructura de capital y su impacto en la toma de decisiones de inversión y financiamiento .....	22
1.3	Generación del EVA.....	23
1.3.1	Relación entre Activo, Pasivo y Patrimonio en empresas industriales ...	23
1.3.2	Estrategias en la generación EVA .....	24
1.3.2.1.	Aumentar las utilidades brutas.....	24
1.3.2.2.	Disminuir los gastos operacionales.....	25
1.3.2.3.	Reducir el Capital Invertido. ....	26
1.3.2.4.	Reducir el costo de capital. ....	26
1.4	Estudios afines .....	27
<b>Capítulo dos .....</b>		<b>29</b>
<b>Entorno empresarial de ILE.....</b>		<b>29</b>
2.1.	Empresa .....	29
2.1.1.	Empresas industriales.....	29
2.1.2.	Empresa industrial de alimentos en Ecuador .....	30
2.2.	Caracterización de ILE.....	32
2.2.1.	Entorno industrial de Loja.....	32
2.2.2.	Descripción de la empresa industria lojana de Especerías ILE C.A, de la ciudad de Loja .....	32
<b>Capítulo tres .....</b>		<b>35</b>
<b>Metodología.....</b>		<b>35</b>

3.1. Diseño de la investigación .....	35
3.2. Tipo de investigación .....	36
3.3. Unidad de Análisis.....	36
3.4. Técnicas de recolección de información .....	37
3.4.1. Fuentes de información.....	37
3.4.2. Variables de la investigación .....	37
3.4.3. Datos .....	39
Capítulo Cuatro.....	43
Resultados .....	43
4,1, Análisis de la información financiera .....	43
4.2. Estructura de Capital.....	46
4.3. EVA .....	49
4.4. Discusión .....	54
Conclusiones .....	57
Recomendaciones .....	60
Bibliografía .....	61
Apéndices.....	65

#### Índice de Tablas

Tabla 1. Ventajas y Desventajas del EVA .....	7
Tabla 2. Cálculo del UAIDI.....	9
Tabla 4. Composición de la estructura de capital.....	22
Tabla 5. Composición del activo de la empresa manufacturera.....	23
Tabla 6. Variable Independiente de la investigación .....	37
Tabla 7. Variable dependiente de investigación .....	38
Tabla 8. Cálculo del CPPC.....	39
Tabla 9. Cálculos del CPPC.....	40
Tabla 10. Estado de resultados empresa ILE, S.A, 2015-2019 (miles de dólares) .....	41

<b>Tabla 11. Resumen del Estado de situación financiera empresa ILE, S.A, 2015-2019</b>	<b>41</b>
<b>Tabla 12. Estructura de capital 2015-2019.....</b>	<b>46</b>
<b>Tabla 13. Costo Promedio Ponderado de Capital desde 2015-2019.....</b>	<b>48</b>
<b>Tabla 14. Cálculo del UAIDI en 2015-2019.....</b>	<b>49</b>
<b>Tabla 15. Cálculo de EVA usando el valor de Estructura de Capital.....</b>	<b>50</b>

### Índice de Figuras

<b>Figura 1 Aspectos de la estructura capital .....</b>	<b>18</b>
<b>Figura 2 Composición de la industria de alimentos en 2016.....</b>	<b>31</b>
<b>Figura 3 Ubicación de la empresa industria lojana de Especerías ILE C.A.....</b>	<b>33</b>
<b>Figura 4 Resultados de la empresa ILE, S.A. 2015 – 2019 (miles de dólares) .....</b>	<b>44</b>
<b>Figura 5 Estructura de activos y pasivos de la empresa ILE, S.A. 2015 – 2019 .....</b>	<b>45</b>
<b>Figura 6 Patrimonio en la empresa ILE S.A., 2015-1019.....</b>	<b>46</b>
<b>Figura 7 Comparación de la estructura de capital durante el período 2015-2019 .....</b>	<b>47</b>
<b>Figura 8 CPPC interanuales de Industria Lojana de Especerías ILE C.A., 2015-2019..</b>	<b>49</b>
<b>Figura 9 EVA 2015-2019 a través de la estructura de capital.....</b>	<b>50</b>
<b>Figura 10 Comparación entre margen de operación, utilidad neta y EVA en la empresa ILE, S.A., durante 2015-2019. ....</b>	<b>53</b>

## Resumen

La generación del Valor Económico Agregado (EVA) a la empresa Industria Lojana de Especerías ILE C.A, se justifica para utilizar una técnica que permita identificar los generadores de valor en la empresa, para alinear la toma de decisiones con las metas de la empresa. Este TFM tiene como propósito analizar el EVA a través de estructura de capital de la empresa Industrial Lojana, durante el período 2015-2019. Utiliza un método cuantitativo con un análisis financiero, para el cálculo de indicadores que describan el desempeño de la empresa. Como resultado se expresa que la estructura de capital en todo el período 2015-2019 que describe un endeudamiento alto a largo plazo, descrito por instrumentos con base a préstamos no corrientes; el EVA generado a través de la estructura de capital es positiva durante todo el período, pero desde 2017 está perdiendo valor. Todo esto es consistente con una estrategia financiera y comercial positiva, ya que la empresa ILA, C.A. ha generado valor a través del endeudamiento a largo plazo, pero requiere un plan estratégico para reutilizar sus costos para mayor rentabilidad.

**Palabras clave:** Valor económico agregado, estructura de capital, deuda

### **Abstract**

The generation of the Economic Value Added (EVA) to the company Industria Lojana de Especerías ILE C.A, is justified to use a technique that allows identifying the value generators in the company, to align decision-making with the goals of the company. The purpose of this TFM is to analyze the EVA through the capital structure of the Industrial Lojana company, during the period 2015-2019. It uses a quantitative method with a financial analysis, for the calculation of indicators that describe the performance of the company. As a result, it is expressed that the capital structure throughout the 2015-2019 period that describes a high long-term indebtedness, described by instruments based on non-current loans; the EVA generated through the capital structure is positive throughout the period, but since 2017 it has been losing value. All this is consistent with a positive financial and commercial strategy, since the company ILA, C.A. it has generated value through long-term indebtedness, but it requires a strategic plan to reuse its costs for greater profitability.

*Keywords:* Economic value added, capital structure, debt

## Introducción

En la sociedad actual la empresa ha cumplido un papel fundamental en cubrir las necesidades del ser humano. Una empresa industrial transforma materias primas, pero cuando se relaciona con la transformación para la alimentación resalta su importancia. La empresa Industria Lojana de Especerías ILE C.A., se ha dedicado a esta labor y ha trabajado para posicionarse en el sector.

Seguir sus actividades y tareas como empresa suponen una rentabilidad, y la organización requiere crear instrumentos que le permitan conocer la rentabilidad, aciertos y fallas, así continuar sus operaciones. Existen técnicas tradicionales para registrar la rentabilidad y los valores financieros, pero la empresa requiere enfocarse desde varios ángulos para lograr una estructura definida con una herramienta de valoración para describir su crecimiento y saber en qué punto mejorar.

Uno de estos métodos es el análisis del Valor Económico Agregado (EVA), descrita como una forma alternativa a la contabilidad tradicional para la valuación y medición de desempeño. Otra herramienta es la estructura de capital, que representa una perspectiva de conocer la estrategia para el financiamiento de las operaciones de la empresa.

Con todo esto, como propósito general este trabajo busca analizar el EVA a través de estructura de capital de la empresa Industrial Lojana de Especerías ILE C.A, durante el período 2015-2019. Esto permitirá analizar el comportamiento de la empresa en períodos anteriores y tomar decisiones pertinentes para un mejor desempeño a través de una gerencia efectiva.

Para lograr esta meta de investigación, se plantean los siguientes objetivos específicos:

- Analizar la información financiera de la empresa para calcular la estructura de capital.
- Determinar un método para la generación del EVA a través de la estructura de capital de la empresa.
- Establecer el EVA a través de la estructura de capital de la empresa durante el período 2015-2019 para estimar variaciones en la empresa.

- Describir los beneficios del EVA para la toma de decisiones en la empresa.

Con todo esto, evaluar el desempeño financiero para que la empresa Industria Lojana de Especerías ILE C.A, conociendo sus deudas en este lapso de tiempo, cuáles han sido sus ganancias, para plantear un panorama de cómo ver a la empresa y su competitividad. Calcular el EVA, permitirá determinar cómo está creciendo la empresa y es vital en la toma de decisiones dentro de una empresa.

El trabajo se compone de los siguientes capítulos: Capítulo uno. Generación del Valor Económico Agregado de una Empresa, Capítulo dos. Entorno empresarial de ILE, Capítulo tres. Metodología, y Capítulo cuatro. Resultados, al final se presenta las Conclusiones y Recomendaciones.

## Capítulo uno

### Generación del valor económico agregado de una empresa

#### 1.1 Valor Económico Agregado (EVA)

##### 1.1.1 *La creación de valor*

La creación de valor de una empresa está relacionada con la capacidad de ella en generar utilidades a través de su actividad económica (Álvarez, 2016). Como empresa, debe generar ingresos para cancelar más allá de sus gastos, esto deduce que la empresa obtiene ganancias más allá de lo que utiliza como salidas.

Una empresa sólo crea valor cuando es capaz de lograr inversiones que renten más que el costo de capital invertido (Millán, 2014). Es la situación en que la empresa recibe beneficios más allá del capital brindado por los empresarios.

Por lo tanto, la empresa sólo genera valor en el caso de superar las utilidades sobre los gastos aplicados a su actividad económica y es lo que la hace atractiva, ya que sus ganancias superan la inversión, situación ideal para expresar una acción positiva en la empresa.

En otros términos, en toda actividad empresarial se utiliza recursos lo cual tiene un costo, para que el negocio tenga viabilidad se debe generar ingresos que cubran los costos y el financiamiento en caso de existir, si esto ocurre entonces se está generando valor para la empresa, caso contrario se destruye valor, puesto que se tienen que utilizar recursos de otras fuentes para cubrir las pérdidas o déficits.

##### 1.1.2 *Valor Económico Agregado (EVA)*

Rosado y Coral (2012), establecen que uno de los objetivos de la empresa es la de generar ganancias que cubran las expectativas de los inversionistas, así la responsabilidad de sus directivos es la de identificar y aplicar estrategias que generen valor (p. 36).

En este contexto, García (2020), establece que el EVA, es como una medida de desempeño, basado en el valor de empresa que surge al comparar la rentabilidad obtenida por una compañía con el costo de los recursos de capital utilizados para conseguirla. En

este orden, se evidencia la necesidad de contrastar la rentabilidad que el inversor espera obtener en un futuro y las salidas de dinero para lograrlo.

El Valor Económico Agregado (EVA) no solo es una de las metodologías de valoración de empresas más usadas entre los inversionistas, sino que también es una herramienta que le permite a los gestores orientar las decisiones en la búsqueda de nuevos mercados, mejorar el proceso de venta, identificar el nivel óptimo de activos fijos para la obtención de beneficios, reducir las cargas logísticas y buscar un mayor margen de contribución que genere un incremento en el valor agregado al cliente brindando productos o servicios de mejor calidad. (López, Cardozo, Monroy, y González, 2019, p. 2)

También, Valencia (2011), señala que “el EVA es una medida que refleja en términos absolutos el desempeño global de una empresa basado en la generación de valor, a diferencia de los indicadores de rentabilidad que muestran información parcial” (p. 3). Así mismo, Ramírez, Carbal y Zambrano (s. f.), manifiestan que “el valor económico agregado constituye una herramienta gerencial clave para la planificación y el control estratégico; la determinación de la riqueza generada en una empresa: la gestión de las utilidades y los activos; la toma de decisiones y el control de gestión” (p. 160).

Por su parte, Millán (2014) define al EVA como una medida absoluta de desempeño organizacional que permite apreciar la creación de valor. Es decir, es una medida que se presenta cuando se genera valor en una empresa.

Por lo tanto, el EVA es un valor que analiza el desempeño de una empresa en un período, en el caso de esta investigación entre 2014-2019, a partir de la diferencia entre la utilidad esperada y los costos de los recursos para obtenerla durante ese tiempo específico. Una empresa evidencia con el EVA la creación de valor de la empresa ya que genera una magnitud que indica que sus utilidades superan los gastos para obtenerla, así obtiene valor.

### **1.1.3 Ventajas y desventajas del EVA**

Por su funcionalidad el EVA es una medida de desempeño que ayuda a las empresas a dar respuestas y orientación oportuna para la generación de riquezas. La información que presenta aporta en las decisiones de la empresa de acuerdo su aplicabilidad en diferentes

casos y su fácil comprensión. En concordancia se expresan las expresan las siguientes ventajas y desventajas en la tabla 1:

**Tabla 1**

*Ventajas y Desventajas del EVA*

<b>Ventajas</b>	<b>Desventajas</b>
Permite visualizar información valiosa a la empresa por su aplicabilidad, ya que muestra las ganancias reales después de los gastos y de recuperar la inversión (Baena, 2011).	Limitar las expectativas de los inversionistas en la creación de riqueza con un valor meta solamente. (Fernández, 2000)
Puede calcularse para cualquier empresa, sin importar tamaño, constitución o actividad (Gitman, 2003).	Dificultad en el cálculo del costo de capital, ya que se debe emplear procedimientos financieros complejos (Fernández, 2000)
Es aplicable a los registros de la empresa como un todo o a un área o departamento particular (Gitman, 2003)	Se dificulta la implementación en las economías con altas tasas de interés, debido a la dificultad en obtener rentabilidades operativas superiores a dichas tasas. (Fernández, 2000)
<b>Ventajas</b>	<b>Desventajas</b>
Ayuda a controlar prácticas que perjudiquen a la empresa, tanto a corto como a largo plazo (Amat, 2000)	Calcula las cifras con utilidades contables, lo que amerita procedimientos rigurosos con el efectivo, debido a que la rentabilidad económica no es igual a la rentabilidad contable (Bonilla, 2010)
Permite aminorar el impacto de la contabilidad solo como un valor. Supera la interpretación cuantitativa de ingresos y egresos para representar un valor de ganancia realmente vinculada a su actividad (Jiménez, 2013).	Exige rigurosidad de las cuentas contables para la efectividad del EVA, ya que implican un análisis de depuración en términos económicos y financieros para llegar a una conclusión. (Bonilla, 2010)
Resulta ser fiable cuando se comparan los datos de varias empresas (Baena Toro, 2011)	Las solas utilidades no son suficientes para los resultados de una empresa, es necesario, además, que al ser comparadas con los activos utilizados para generarlas muestren una atractiva rentabilidad (Millán-Solarte, 2014)
Es fácil de comprender (Baena Toro, 2011)	

---

Con información periódica se puede cumplir los objetivos de la empresa: elevar el valor de la empresa, trabajar con el mínimo riesgo y disponer de un nivel adecuado de liquidez, se utiliza para estar informados acerca del éxito o fracaso de cada línea de negocio cada período de tiempo (Amat, 2000).

---

Combina el desempeño operativo con el financiero en un reporte integrado que suministra información eficaz. (Amat, 2000).

---

Es un instrumento para mejorar la toma de decisiones, ya que permite optimizar la optimizar la gestión empresarial y maximizar la riqueza de los accionistas (Vílchez, 2006).

---

*Nota:* Adaptada desde la perspectiva de varios autores por elaboración propia (2021)

Por su funcionalidad el EVA es una medida de desempeño que ayuda a las empresas a dar respuestas y orientación oportuna para la generación de riquezas, por lo cual se expresan las siguientes ventajas: En contraste, este tipo de análisis contable sugiere con todas sus ventajas como un instrumento eficiente, pero también debe considerarse que es una aproximación en un escenario con expectativas predeterminadas.

#### **1.1.4 Cálculo del EVA**

De acuerdo con Bonilla (2010), para una empresa o departamento de ella, el EVA es igual a: La utilidad de las actividades ordinarias antes de intereses y después de impuestos (UAIDI) menos el producto de los activos totales y el costo promedio del capital. Integrandolo todo en la siguiente expresión:

$$\text{EVA} = \text{UAIDI} - (\text{Capital} * \text{CPPC})$$

Expresión descrita por: UAIDI, utilidades ordinarias antes de intereses y después de impuestos; los activos totales y el CPPC, el costo de capital. La magnitud descrita para el EVA garantiza un valor que proviene de la rentabilidad menos los costos generales de mantener las actividades productivas para obtener esas ganancias.

Explicando cada uno de los indicadores financieros utilizados para determinar si generó valor la empresa se encuentran:

**1.1.4.1. Utilidades ordinarias antes de intereses y después de impuestos (UAIDI).** Small (2018), describe el UAIDI como una forma de ganancia más relacionada con la financiación empresarial que con la inversión, ya que proviene de las actividades productivas de la empresa. Analíticamente, el UAIDI se obtiene sumando a la utilidad neta los intereses y eliminando las utilidades extraordinarias, como lo expresa la tabla 2.

**Tabla 2**

*Cálculo del UAIDI*

<b>Cálculo del UAIDI</b>	
	Utilidad neta
+	Gastos financieros
-	Utilidades extraordinarias
+	Pérdidas extraordinarias
=	UAIDI

*Nota.* Son los elementos para calcular el UAIDI adaptados de Small (2018)

El UAIDI se obtiene sumando a la utilidad neta los intereses y eliminando las utilidades extraordinarias (Bonilla, 2010). Similarmente, lo reconocen como un indicador financiero que proviene de la operación de utilidades, consideradas netas solamente, ya que los ingresos extraordinarios distorsionarían la real situación de la empresa.

Sin embargo, cuando se comparan las definiciones anteriores la cuantificación de las utilidades registradas regularmente representan los ingresos que genera la producción considerando impuestos y salidas, como forma de ganancia para la empresa.

Para determinar el UAIDI Di Russo (2015) define cada uno de los elementos en la forma siguiente:

- La utilidad neta como la ganancia que se obtiene después de realizar los descuentos aplicados

- Los gastos financieros representado por los gastos deducibles de la actividad económica propiamente
- Las utilidades extraordinarias proveniente de alguna circunstancia especial diferente a la marcha normal de la empresa
- Las pérdidas extraordinarias como hechos ocasionales que causan perjuicio a la empresa.

**1.1.4.2. Costo promedio de capital.** El costo promedio de capital (CPPC) es el costo promedio de toda la financiación que ha tenido la empresa (Di Russo, 2015). Representa un contable sobre la suma de los recursos que permiten financiar las actividades de producción.

En otro punto, Fernández (2000), describe el costo de capital como el costo en el que incurre una empresa para financiar sus proyectos de inversión a través de los recursos financieros propios. Sin embargo, en la teoría general se pueden utilizar recursos internos y externos.

Con lo anterior el capital proviene de una serie de recursos internos o externos que inyectaran el flujo de dinero necesario para realizar las actividades con continuidad en la empresa, invertir en sus actividades y mejorar su desempeño.

Para el costo capital, y su cálculo se expresa el financiamiento por fuentes externas e internas. Las internas representan el capital de los propios inversores. Las externas dependen de las fuentes de financiamiento. Ambas aplicadas a generar el capital que estructure a la empresa. Con el fin de determinar el valor de este indicador financiero Bonilla (2010) utiliza la expresión:

$$CPPC = K_e * [E/(E+D)] + K_d * (1-T) * [D/(E+D)]$$

Considerando cada uno de los indicadores que componen la expresión se encuentran:

- CPPC, como el costo de capital promedio.

- Ke, costo de los fondos propios. Es un valor previo conocido, sobre el costo en el que incurre una empresa para financiar sus proyectos de inversión a través de los recursos financieros propios.
- E, fondos propios. Se refiere a los aportes de los socios y los beneficios generados por la empresa.
- D, endeudamiento. El endeudamiento o deuda financiera debe ser la representación de la deuda a largo plazo, representada por los préstamos bancarios, los cuales serán la base del financiamiento de la empresa.
- Kd, Coste financiero. Representa la financiación externa que la empresa adquiere para desarrollar su actividad o inversión a través de créditos y préstamos o emisión de deuda.
- T, tasa impositiva. Representa la obligación tributaria que asumen las personas jurídicas al haber obtenido rentas en un periodo fiscal.

El CPPC es básicamente la suma del costo de la deuda y el costo de los fondos propios, calculado como una media ponderada según su porcentaje en el valor de la empresa. El CPPC será mayor cuanto mayor sea la tasa libre de riesgo, la rentabilidad esperada del mercado, el nivel de endeudamiento y el coste financiero. En cambio, se reduce cuanto mayor sea la tasa impositiva y el nivel de fondos propios. En este estudio que cubre 2015-2019, puede utilizar un CPPC distinto para cada año de las proyecciones financieras al analizar la empresa en cuestión.

### **1.1.5 Interpretación del EVA**

A partir de este resultado, Aimara, et al (2017) explican la interpretación del EVA de la siguiente forma:

- Si el EVA es positivo, la compañía crea valor, es decir, ha generado una rentabilidad mayor al costo de los recursos de capital utilizados para las accionistas.
- Si el EVA es negativo, no supera la rentabilidad, entonces no alcanza para cubrir el costo de capital, en consecuencia, la riqueza de los accionistas sufre un decremento, destruye valor.

En síntesis, si el resultado del cálculo del EVA es positivo: se crea valor. Si el resultado del cálculo del EVA es negativo, se destruye valor (Bonilla, 2010).

### **1.1.6 Comparación de la valoración tradicional y el EVA.**

Cuando tradicionalmente las empresas miden su gestión financiera utilizan la contabilidad para registrar la utilidad neta. Este método no incluye el costo de oportunidad de los accionistas frente a un capital invertido (Reyes, 2019). Es decir, que la obtención sólo de un contable de beneficios rentables no suministra ningún indicador que se pueda comparar en los recursos invertidos para obtener dichos beneficios.

En ese orden, si se toma una relación lineal de la diferencia de los ingresos y egresos se obtiene un valor, pero no un indicador. Según Vílchez (2006), el objetivo de encontrar un valor operativo no registra cómo maximizar las utilidades, sólo es un proceso muy vago y genera varias interrogantes. Por lo tanto, se buscan índices que describan más acciones para una gestión exitosa.

La valoración descrita anteriormente busca complementarse con otras formas de valoraciones. Para Millán (2014), la creación de valor en las organizaciones representa un elemento de competitividad y continuidad en el mercado, ya que es una forma de saber si la empresa está obteniendo beneficios. Y el EVA es el indicador para esta situación.

Bonilla (2010), expone que las finalidades del EVA son principalmente maximizar los recursos de sus inversionistas y la confianza en los beneficios futuros difieren del costo de capital, por lo cual coincide con la concepción tradicional de la valoración en garantizar las ganancias, pero puede expresar cuáles valores mejoran la posición de la empresa y sus beneficios en el futuro.

Amat (2000), afirma que con su versatilidad también tiene las ventajas de los indicadores tradicionales: claridad, facilidad de obtención y alta correlación con la rentabilidad del accionista. Es un valor que integra las utilidades y los gastos requeridos para mantener las actividades económicas que las generen.

Desde otro enfoque, González (2017), señala que este indicador se calcula rápidamente y no está limitado por los principios de contabilidad. La generación de valor

que promueve está orientada a la riqueza y utilidades, dependientes de la información financiera y acciones de cómo capitalizar los recursos.

El valor económico agregado suministra una herramienta de planificación y control estratégico. Según Vílchez (2006), la cuantificación del valor generado en una empresa será útil en la gestión de las utilidades y los activos; la toma de decisiones y el control de gestión; así como la evaluación de desempeño de la empresa por un período determinado.

El EVA representa una valoración del desempeño organizacional que permite apreciar la creación de valor, su medición se hace a través de la información contable para calcular la riqueza de la empresa, pero cuya interpretación es indicador de gestión y desempeño, en pro de decisiones de inversión que optimicen la productividad de la empresa y maximice los beneficios.

## **1.2 Estructura de Capital**

La estructura de capital para Esparza (2017), es la mezcla específica de deuda a largo plazo y de capital que la empresa utiliza para financiar sus operaciones. La oportunidad del financiamiento por un tercero y mejorar la capitalización de la empresa es una oportunidad de inyectar liquidez a sus operaciones.

De acuerdo con Ramírez y Palacín (2017), afirman que el término estructura de capital o estructura financiera, hace referencia a la relación entre los recursos propios y ajenos que utiliza la empresa con objeto de sustentar el total de inversiones. Toda oportunidad de inversión real está acompañada y condicionada por decisiones de financiación, las cuales determinan la composición del capital entre deuda y recursos propios. (p. 146)

Con todo lo anterior, la estructura de capital debe representar una combinación exitosa entre deudas y patrimonio o capital propio que la empresa decide para financiar y mejorar sus operaciones, esto con el fin de brindar una estrategia exitosa de mejoras en el posicionamiento de la empresa.

Para diseñar la estructura de capital las empresas deben considerar factores para interpretar esta información y represente una información útil y efectiva. Estos factores se expresan en la tabla 3.

**Tabla 3**

*Factores a considerar en la estructura de capital*

<b>Factores importantes que se consideran en la toma de decisiones de estructura de capital</b>		
<b>Referencia</b>	<b>Factor</b>	<b>Descripción</b>
Riesgo Comercial	Estabilidad de ingresos	Las empresas con ingresos estables y predecibles pueden adoptar estructuras de capital altamente apalancadas con más seguridad que las que tienen patrones volátiles de ingreso por ventas.
	Flujo de efectivo	Al considerar una nueva estructura de capital, la empresa debe enfocarse primero en su capacidad de generar los flujos de efectivo necesarios para cumplir sus obligaciones.
Costos de agencia	Obligaciones contractuales	Una empresa puede estar restringida contractualmente respecto al tipo de fondos que pueda obtener
	Preferencias de la administración	Una empresa impondrá una restricción interna sobre el uso de la deuda para limitar su exposición al riesgo a un nivel que sea aceptable para la administración
	Control	Una administración preocupada por el control puede preferir emitir deuda en vez de acciones ordinarias.
Información asimétrica	Evaluación externa de riesgo	La capacidad de la empresa para obtener fondos rápidamente y a tasas favorables depende de las evaluaciones externas acerca del riesgo de prestamista y calificaciones de bonos.
	Oportunidad	Cuando el nivel general de la tasa de interés es bajo, el financiamiento mediante deuda podrá ser más atractivo; cuando las tasas de interés son altas, vender acciones sería más tentador.

*Nota. Esta tabla adaptada de Esparza (2017) presenta los factores que pueden ser determinantes en la toma de decisiones para considerar la estructura de capital de una empresa.*

La estructura de capital es útil para examinar las condiciones para la inversión, por fondos propios o por endeudamiento, por lo cual se observa el mercado para que la administración proyecte el riesgo, pero también vea oportunidades en ese mercado, para que la administración tome según su enfoque decisiones oportunas para su crecimiento y

productividad. Para establecer estas condiciones la estructura de capital se mide con indicadores financieros sobre su desempeño y costos.

### **1.2.1 Teorías sobre la estructura del capital**

Las principales teorías de la estructura del capital ayudan a comprender el comportamiento de las empresas para elegir recursos propios o ajenos en el financiamiento de la organización. Así, las principales teorías se indican a continuación:

#### **Teoría del óptimo financiero (*trade off theory*).**

A esta teoría también se la conoce como la teoría del equilibrio, y sostiene que las empresas deciden su ratio de endeudamiento considerando positivamente la desgravación fiscal de los intereses vinculados a la deuda y lo negativo en relación a posibles costos por insolvencia de la deuda. Además, se sugiere la combinación entre recursos propios y de terceros de manera que se maximice el valor de mercado de la empresa y se minimice los costos financieros de los recursos. En general, según esta teoría se espera un alto endeudamiento en empresas con activos tangibles y beneficios e impuestos por pagar. (Ramírez y Palacín, 2017, p. 147). Así mismo, Contreras y Díaz (2015), señalan que esta teoría busca establecer un paralelo en el cual el equilibrio de los beneficios tributarios compensen los costos relacionados con el financiamiento, también llamados costos de insolvencia.

En otros términos, la estructura óptima financiera se alcanza en función a que, en un determinado límite de endeudamiento, se generaría un aumento en el valor de la empresa, pasado ese límite el valor de la empresa disminuiría.

#### **Teoría del pecking order.**

Esta teoría fue propuesta por Myers y Majluf en 1984 establecen que la estructura financiera de las empresas se utiliza para disminuir las ineficiencias en ciertas decisiones de reinversión causadas por distorsión informativa entre los inversionistas de la empresa y los inversores externos. (Ramírez & Palacín, 2017). Por otra parte, esta teoría también se la conoce como de las jerarquías, donde el financiamiento externo no sería la primera opción,

sino los recursos propios, por ello se decide solo utilizar el endeudamiento en casos realmente necesarios para el crecimiento de la empresa. (Contreras y Díaz, 2015)

En general, se puede decir, que las empresas prefieren financiarse con recursos propios, y si estos no son suficientes se recurrirá a endeudamiento de ser posible a largo plazo.

### **Teoría de Modigliani y Miller.**

Franco Modigliani y Merton Miller establecieron su teoría sobre la estructura de capital en 1958 a partir de un estudio sobre la incidencia de la estructura de capital sobre el valor de la empresa (Esparza, 2017). Una tesis mejorada en 1963, presenta dos proposiciones sin impuestos y con impuestos, descritas a continuación:

Proposición I de Modigliani y Miller sin impuestos: el valor de la empresa y el costo promedio ponderado de capital son independientes de la estructura financiera de la empresa. Desarrollada en 1958, pero tenía algunas premisas irreales para su hipótesis.

Proposición II de Modigliani y Miller con impuestos: Plantea que la rentabilidad esperada de las acciones ordinarias de una empresa endeudada crece proporcionalmente a su grado de endeudamiento. El hecho de que el costo de la deuda sea más bajo que el del capital accionario, se ve compensado exactamente por el costo en el incremento del capital accionario proveniente de la solicitud de fondos en préstamo. Mejorada en 1963 por los autores.

Más detalladamente, la posición de dichos autores se basa en el supuesto de un mercado perfecto y una conducta racional de los inversionistas y no existe razón para no admitir que dos firmas idénticas con iguales empleos y beneficios de la misma clase de riesgo, deban tener igual valor total de mercado, aunque difieran en su nivel de endeudamiento (Ángel, 2011).

En general esta teoría expresa que la composición del capital de una empresa entre deuda y capital accionario (estructura de capital) no altera ni el costo del capital ni su valor de mercado (González, Zinno y Barbie, 2018).

### **Teoría basada en impuestos y costos de quiebra.**

Descrita por González, et al (2018). El enfoque propuesto por los autores, es el fundamento de que los impuestos y costos de quiebra son fuerzas determinantes que inciden sobre la estructura de capital, ya que los intereses de la deuda se deducen de los ingresos, entonces el riesgo del endeudamiento con una tasa impositiva alta genera incertidumbre en el futuro, por lo cual menos endeudamiento y un enfoque asociado al aporte social de la empresa, inciden en la disminución de tributos para optimizar los ingresos. Para tal caso, la posición fiscal de la empresa, el interés es deducible, lo cual disminuye el costo efectivo de las deudas. Si tiene una tasa fiscal baja la deuda no será ventajosa (Pindado, 2012).

### **Teoría de costos de agencia.**

Fue introducida por Jensen y Meckling (1976), quienes describen la firma de la empresa como relaciones principal-agente (Aguilar, 2012). Los costos de agencia refieren a los costos generados como resultado por conflictos de interés, y se derivan de las relaciones entre gerentes y accionistas, y entre los acreedores y accionistas. Estos actores, tienen el papel de la figura de valor que pueden ser vistos como actores principales y la dirección de la empresa como agente, gestionando los activos de estas figuras de valor.

### **Teoría de la información asimétrica y señalización.**

La perspectiva es que las obligaciones financieras que una empresa toma pueden servir como señales al público sobre el desempeño futuro de ella. Este hecho funciona como señalización a la obtención de dividendos (González, et al, 2018). Por una parte, la elección del capital de la empresa actúa como señal para los inversores externos de la información y, por otro, la estructura de capital está diseñada para mitigar cualquier negatividad de las decisiones en la inversión, asumiendo que estas fallas son por la asimetría de la información entre las partes. Concretamente, la estructura de capital está condicionada a la calidad de la información emitida por las compañías.

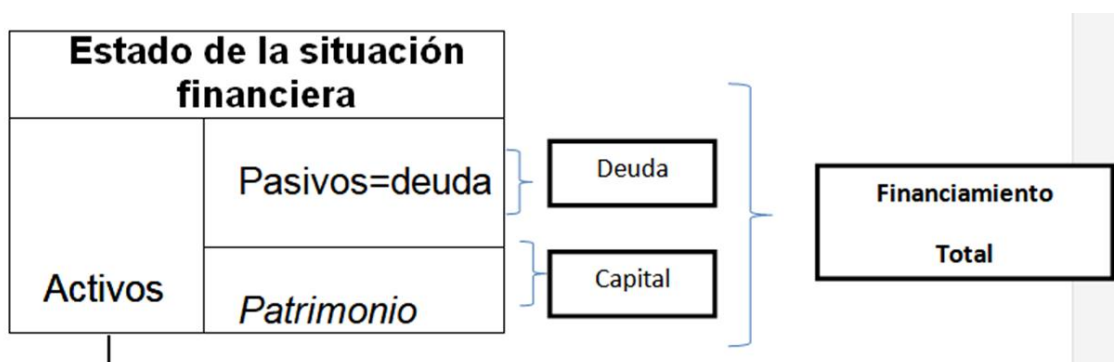
### 1.2.2 Indicadores de Estructura de capital

Los indicadores financieros utilizados para la estructura de capital tienen como finalidad suministrar información acerca de la combinación de deuda y patrimonio propia para el desempeño de la empresa.

Para Chu (2017), la definición de estructura de capital es una relación deuda-capital, empleada para financiar sus operaciones y activos. En ese orden, estos indicadores se representan en la figura 1.

**Figura 1**

*Aspectos de la estructura capital*



*Nota:* Adaptado de Estructura de Capital de Esparza (2017). Sintetiza los indicadores de la estructura de capital tomada de González, et al. (2018), donde se estima % de deuda y % de capital determinado por el patrimonio como estructura de capital.

En términos generales, la estructura de capital es la combinación de deuda (D) y fondos propios (E). Esta deuda fundamenta el financiamiento de terceros para impulsar las operaciones de la empresa con instrumentos a largo plazo. Los fondos propios surgen del patrimonio de la empresa. Cuando se deja participar a un tercero se establece un riesgo entre estas dos partes, acreedores y dueños de la empresa, con el fin de elaborar una relación de conveniencia del endeudamiento y la productividad.

La estructura de capital es medida a través de indicadores para conocer en qué grado y de qué proporción participa el financiamiento externo para apalancar los activos de la empresa. Seguidamente se explican los indicadores.

**1.2.2.1. Activo.** Activo es un bien o derecho que la empresa posee, el cual es equivalente en dinero u otros medios líquidos equivalentes (Sarmiento, 2001). Este activo puede tener un retorno financiero para los inversionistas.

Para Gitman (2003), un activo es un recurso con valor que alguien ha adquirido en el pasado con la intención de que genere un beneficio futuro, sea económico o no. Estos recursos pertenecen a la empresa y representa un monto equivalente en dinero para un futuro.

Con lo anterior, un activo puede ser un bien o derecho que posee una empresa con lo que puede obtener un beneficio futuro. Estos beneficios mejoran el entorno de la empresa y son los recursos que le permiten realizar sus actividades económicas para funcionar.

Para Di Russo (2015) el activo de una empresa se constituye de:

- dinero en efectivo o depositado en banco.
- cuentas por cobrar
- mercadería para la venta
- inmuebles, máquinas, muebles, autos y otros bienes de la empresa destinados para su uso.

**1.2.2.2. Pasivo.** Por pasivo se entiende por pasivo las obligaciones y deudas que una empresa ha contraído con terceros, ya sean ajenos a la empresa o el mismo propietario (Baena Toro, 2011). Incluso se pueden llamar cargas negativas del patrimonio.

Específicamente, desde el punto de vista contable, sigue en la misma línea de representar las deudas y obligaciones con las que una empresa financia su actividad y le sirve para pagar su activo (Gitman, 2003). Los pasivos están orientados a buscar el financiamiento de sus actividades en forma externa al patrimonio propio porque espera obtener una ganancia a largo plazo.

En consecuencia, los pasivos serán registros contables que muestran las deudas y obligaciones con lo cual una empresa financia sus actividades o adquiere activos, con lo cual capitalizan para beneficios futuros.

Para Di Russo (2015) el pasivo de una empresa se constituye de:

- Deudas comerciales hacia proveedores por compras a plazos.
- Deudas por préstamos.
- Deudas sociales con respecto del personal, por sueldos o beneficios, recaudación, aportes y contribuciones.
- Deudas fiscales hacia organismos oficiales de recaudación.
- Alguna otra deuda.

En la estructura de capital las empresas utilizan distintas fuentes de financiamiento de largo plazo para fondar sus operaciones (Lasfinanzas.blogspot.com, 2007). Todo esto representa deudas principalmente a largo plazo que ha adquirido la empresa para cumplir con sus mejoras, crecimiento y/o financiamiento.

Pero en el caso de una empresa como ILE S.A. que no cotiza en la bolsa de valores, estos instrumentos a largo plazo tienen base en préstamos bancarios no corrientes como estrategia de impulsar sus operaciones, lo que implica que siempre tendrán este financiamiento durante su desempeño (Pindado, 2012).

**1.2.2.3. Patrimonio.** El patrimonio representa un indicador contable constituido por la suma de las aportaciones de los socios; es el capital social más las utilidades o menos las pérdidas (Esparza, 2017). Totaliza los recursos que se poseen menos los que se están obligados a pagar como una diferencia.

Para Cuevas (2001), el patrimonio está formado por un conjunto de bienes, derechos y obligaciones pertenecientes a una entidad en un momento dado, y que constituyen los medios económicos y financieros a través de los cuales se cumplen sus fines. Este conjunto busca cumplir las metas fijadas por la empresa para su desarrollo.

Además, Eslava (2003), lo simplifica a patrimonio (neto) como el valor de todos los activos (propiedades) menos la suma de los pasivos (responsabilidades). De esta forma, se puede exponer que el valor del patrimonio es todo lo que posee (casa, efectivo, etc.) menos las responsabilidades (préstamos, deudas, impuestos por pagar, etc.).

Con lo anterior, el patrimonio representa el conjunto bienes y propiedades, obligaciones y derechos que están relacionados con la empresa. Esto supera el capital (social) de los aportes de los socios o inversionistas.

Para Di Russo (2015) en el patrimonio se puede incluir:

- Valorizaciones
- Resultados del ejercicio
- Revaloración del patrimonio
- Capital social
- Resultados de ejercicios previos
- Dividendos y participaciones en acciones o cuotas
- Reservas
- Superávit del capital

**1.2.2.4. Relación entre Activo, Pasivo y Patrimonio.** Los activos, pasivos y patrimonio se han identificado como indicadores financieros. Todos suministran información del estado real de la empresa.

Los activos son los bienes, derechos y otros recursos de los que dispone una empresa para sus actividades. Los pasivos representan las obligaciones y/o deudas adquiridas en corto o largo plazo para, en conjunto con el capital, financiar y adquirir activos o apoyar en la producción. El patrimonio (neto) es el indicador financiero que permitirá integrar utilidades y gastos en una sola perspectiva que manifiesta los derechos netos de los accionistas o propietarios.

Para financiar sus operaciones las empresas necesitan recursos, llamados activos. Estos recursos se pueden obtener mediante financiamiento propio a través de los aportes de capital de socios o mediante deuda, en corto o largo plazo con terceros.

Cuando los inversionistas deben tomar la decisión de endeudarse o no para aumentar su patrimonio elige considerando arriesgar los recursos propios (capital) o el

financiamiento, dependiendo de cuáles son sus expectativas de retorno para la inversión realizada.

### 1.2.3 Cálculo de estructura de capital

La estructura de capital se expresa como una relación de Deuda-Capital. Para calcular la estructura de capital de una empresa basta con estimar el porcentaje del capital accionario y las deudas como una aproximación al valor de la empresa. Su interpretación se muestra en la tabla 4.

**Tabla 4**

*Composición de la estructura de capital*

Estructura de capital			
El capital de la empresa está	% Deuda	+	% Capital
estructurado por	Pasivos=Deuda		Patrimonio=Capital

*Nota.* Se expresa la estimación del cálculo de la estructura de capital entre deuda y capital

La proporción que debe guardar la empresa sobre las distintas fuentes de recursos que la organización utiliza para financiar entre las utilidades o el endeudamiento es una de las principales decisiones financieras de la empresa con respecto a la estructura de capital (Aguar, 2012).

### 1.2.4 La estructura de capital y su impacto en la toma de decisiones de inversión y financiamiento

La tesis tradicional sostiene que la combinación financiera entre recursos propios y ajenos minimiza el costo del capital medio, por lo tanto, permite incrementar el valor de la empresa con el uso adecuado del apalancamiento financiero (Esparza, 2017). Esta visión equilibrada sugiere a la administración tener la perspectiva para decidir entre los recursos propios de los accionistas o ajenos (endeudamiento).

En una perspectiva para entender cómo crea valor una empresa a través de sus decisiones de financiamiento es un propósito de la estructura de capital (Bodie y Merton, 2004). Al mostrar cómo influye la combinación de financiamiento de una empresa al evaluar

decisiones de inversión indica cuáles son las decisiones para endeudarse o invertir, considerando el contexto general que pueda recargar la decisión en un futuro.

Para Grado (2011) la posibilidad de los inversionistas en endeudarse personalmente es determinante en las decisiones en la empresa. ¿Cuáles son los márgenes de endeudamiento para garantizar el control de sus bienes y adquirir compromisos con el fin de obtener un crecimiento en la organización? Este cuestionamiento crea una línea de decisiones que modificará y replanteará la actividad empresarial y sus metas.

Otro aspecto a considerar es que cuando se busca financiar una empresa, este apalancamiento operativo aumenta el riesgo en el negocio. En general, cuanto sea mayor el apalancamiento financiero que una empresa tenga en su estructura de capital, mayor será su riesgo financiero (Baena del Toro, 2011). Por lo tanto, al elegir esa inyección a la empresa debe considerarse cuáles serán los recursos, si ajenos o propios, que serán los pertinentes para asumir ese riesgo.

### 1.3 Generación del EVA

#### 1.3.1 Relación entre Activo, Pasivo y Patrimonio en empresas industriales

Los activos son todos los bienes, servicios y derechos que posee la empresa. Sin embargo, específicamente en las empresas industriales relacionados con un proceso de producción los activos que más resaltan son los activos fijos, ya que ellos son los utilizados para el funcionamiento de los procesos de producción (Millán, 2004). Estos activos para la empresa industrial manufacturera se caracterizan con relacionarse con el proceso como tal, como se muestra en la tabla 5.

**Tabla 5**

*Composición del activo de la empresa manufacturera*

<b>Empresas manufactureras</b>	<b>Principales activos</b>
<b>Activos corrientes</b>	Entre 20 y 40%
<b>Activos fijos</b>	Entre 30 y 50%

*Nota. La descripción de los principales activos en las empresas tipo industriales manufactureras (Peres y Stumpo, 2002).*

Los pasivos asociados en una empresa se agregan los recursos necesarios para la manufactura, en forma directa e indirecta (Cuevas, 2001). Esto denominado en cuentas de trabajo en proceso, materiales, gastos necesarios para mantener el proceso de producción y obtener utilidades.

Sin embargo, como afirma Mendoza (2004), el motivo más común para un desembolso en este tipo de empresa es la adquisición de activos fijos. Estas obligaciones se presentan especialmente cuando una empresa se encuentra en crecimiento o cuando llega al periodo de obsolescencia de la planta y el equipo.

Con estos puntos, los pasivos en una empresa industrial manufacturera se relacionan directamente con la inversión sobre sus equipos principalmente. También, los gastos administrativos deben considerar los insumos necesarios para la producción como parte de esta información.

Entonces, el patrimonio de la empresa industrial combina las utilidades esperadas en el período de tiempo, pero también en el costo que hay que invertir para mantener la producción y cumplir las metas.

### **1.3.2 Estrategias en la generación EVA**

Para Vélchez (2006) existen 4 cuatro estrategias financieras básicas para incrementar el Valor Económico Agregado de una empresa o una unidad de negocio, como se describen:

**1.3.2.1. Aumentar las utilidades brutas.** Para aumentar las utilidades brutas con los activos existentes, básicamente se aumentan los ingresos por ventas y disminuyen los costos de producción y/ o servicio (Bonilla, 2010). Esto se ejecuta para aumentar el rendimiento en las ventas sin invertir más.

Agrega Chu (2017) que significa mejorar el desempeño de operaciones habituales incrementando la ganancia neta sin invertir capital adicional. Esto se puede interpretar como producir y vender lo mismo con menos inversión.

Por lo tanto, en este enfoque se plantea aumentar el EVA a través de incrementar los ingresos por las ventas, pero sin invertir más recursos en la producción y aumentar los beneficios.

Para aumentar estas utilidades se puede sugerir:

- Aumentar el margen con el que se vende, con un aumento de precio de venta.
- Aumentar la rotación de los activos para generar más ingresos sin necesidad de aumentar las inversiones.

**1.3.2.2. Disminuir los gastos operacionales.** Con este fin se busca disminuir el costo fijo por unidad o cambiar a un modelo de gestión en búsqueda permanente de factores de producción más económicos (Vílchez, 2006). Básicamente al lograr una reducción de costos con el fin de aumentar la rentabilidad.

En esta misma dirección Fernández (2000) señala que, la vigilancia continua de los procesos para reducir gastos con técnicas de producción más difundidas y menos costosas.

Los gastos operativos dependerán del giro que la industria enfrente, sin embargo, una estrategia es analizar estos costos y preguntarse en qué se está gastando, cómo se está gastando y de cuáles gastos se puede prescindir, ejemplo en energía, embalaje, seguros, por nombrar algunos a considerar.

Para reducir gastos operativos se puede considerar:

- Analizar los costos internos en forma clara y verificar si son necesarios absolutamente.
- Generar una cultura de ahorro en toda la empresa, como parte de la formación organizacional y sentido de identificación.
- Ahorrar en nuevas formas de mercadeo y asociaciones, promoviendo nuevos escenarios y recursos.

**1.3.2.3. Reducir el Capital Invertido.** El capital invertido lo define Amat (2000) indicando que, representa la cantidad de capital que queda una vez que se han deducido de los ingresos, la totalidad de los gastos, incluidos el costo de oportunidad del capital y los impuestos.

Una forma de conseguir aumentar el rendimiento es invertir en aquellas divisiones que generan valor y desinvertir en aquellas que destruyen valor o que generan poco valor, así la reducción en el capital asignado a esa unidad (Small, 2018).

Como estrategia para revalorizar la empresa se propone reducir el capital invertido existente manteniendo las utilidades. Esto se logra reduciendo el costo de capital a través del uso inteligente de la deuda y del capital propio.

Para Bonilla (2010) ajustes que promuevan esta estrategia señala:

- Incorporar los costos de I+D, que excedan el 10% de las ventas.
- Eliminar del activo los recursos que no estén generando utilidades. Chu (2017) sugiere también eliminar el recurso que genere un gran retorno a futuro.
- Incluir en el activo los valores que se encuentren activos en la operación.

**1.3.2.4. Reducir el costo de capital.** Para reducir la estructura financiera de acuerdo a la disponibilidad de líneas de financiamiento y al énfasis en la reducción del riesgo de la empresa (Vílchez, 2006).

En este caso, teniendo recursos para reinvertir en la empresa se hará en los puntos clave para obtener la mayor ganancia, no en el todo, sino que estas iniciativas generen el mayor margen de beneficios.

Esto conlleva a establecer prioridades de presupuesto en esos puntos neurálgicos que la menor inversión genere el mayor retorno. Con esta perspectiva, con menos costo capital se espera obtener mayor beneficio en la dinámica de la empresa.

Con este fin se espera eliminar inversiones que no generan el retorno esperado y priorizar el presupuesto en las áreas que generen mayor valor a la organización.

#### 1.4 Estudios afines

Ramírez, Carbal y Zambrano (2012), en su estudio denominado “La creación de valor en las empresas: El valor económico agregado -EVA y el valor de mercado agregado – MVA en una empresa metalmecánica de la ciudad de Cartagena”, publicado en la revista Saber, Ciencia y Libertad, con el objetivo de establecer si en la empresa Omega S.A., se está agregando valor, es decir si el EVA es mayor que cero, efectuándose una investigación documental sobre el tema y en la información consignada en el balance general y estado de resultados. Se concluyó que el costo promedio ponderado fue de 10,08%, por consiguiente, el valor de mercado fue \$ - 13.722.549 en miles de pesos, lo que reafirma que la empresa Omega S.A., no está generando valor, pues esta empresa ha realizado fuertes inversiones lo que produjo un alto endeudamiento, lo que explica la destrucción del valor para los años 2009 y 2010.

Por su parte, Escobar (2008), en la investigación titulada “Las empresas de alimentos de Manizales generan ganancias, pero destruyen valor económico agregado (EVA)” en 19 empresas, con el objetivo de conocer el valor económico agregado de las mismas. Al respecto, se concluyó que ninguna de las empresas generó valor agregado, pues más bien todas son destructoras de valor, debido a su baja rentabilidad y el alto costo de capital por su financiamiento.

Así mismo, Rosado y Coral (2020), en su estudio denominado “Modelo para generar valor económico agregado a la Pymes del sector manufacturero de la ciudad de Quito”, plantea como objetivo proponer un modelo que permita a las pequeñas y medianas empresas orientar la generación de valor económico agregado, a través de decisiones o estrategias de inversión, de operación y de financiamiento, adicionando políticas de motivación a los empleados. La población investigada fue de 404 pymes. Con el modelo se concluye que el talento humano es el medio más importante para crear valor en una empresa, sumado a ello las estrategias indicadas anteriormente.

Por su parte, Barrera, Parada y Serrano (2020), en el estudio denominado “Análisis empírico de correlación entre el indicador de estructura de capital y el indicador de margen

de utilidad neta en pequeñas y medianas empresas”, tuvo como objetivo general determinar si existe o no una relación directa y significativa, entre la estructura de capital y el resultado financiero obtenido. Para el efecto, trabajaron con la información financiera de las Pyme de la localidad de Engativá (Bogotá DC). Se concluyó que no existe una relación directa y significativa entre la estructura de capital de las Pyme, respecto a los resultados financieros, señalándose que a nivel macroeconómico pudo incidir diversas variables que afecten el desempeño de estas empresas.

También, Guillén, Rojas, Parodi y Vega (2019), desarrollaron la investigación titulada “Determinantes de la Estructura de Capital en Empresas Familiares Ecuatorianas”, que tuvo como finalidad identificar los determinantes de la estructura de capital de las empresas familiares en el Ecuador. La base de datos utilizada es de la información reportada por las empresas ecuatorianas a la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros, en el periodo 2011-2016. Se concluyó que el 75,68% de las empresas registradas en la Superintendencia de Compañías en el año 2016 son familiares. Por otro lado, se determinó que, en el Ecuador, las empresas familiares experimentan un aumento en su rentabilidad, estando financiadas con capital propio, a pesar que por sus niveles de rentabilidad tienen posibilidad de obtener financiamiento externo. Esto concuerda con la teoría Teoría del pecking order o del orden jerárquico, que propone utilizar financiamiento propio con el fin de evitar asimetrías de información que se generan al momento de elegir financiamiento externo.

## Capítulo dos

### Entorno empresarial de ILE

#### 2.1. Empresa

Una empresa es una organización que combina personas y recursos orientados a buscar un beneficio económico con el desarrollo de una actividad en particular (Peres y Stumpo, 2002).

Como meta principal en la empresa se encuentra maximizar los beneficios, por lo cual se implantan diferentes herramientas para garantizar tal fin.

En otro orden, una empresa es una unidad de capital y trabajo que se dedica a actividades de producción, comercialización y prestación de bienes y servicios a la colectividad (Gitman, 2003). El lugar socioeconómico de una empresa le permite cubrir múltiples actividades en orden con los intereses de los empresarios que buscan un desempeño positivo y constructivo para la sociedad y ellos mismos.

Su objetivo principal, describe González (2017), es obtener utilidad, rentabilidad o ganancia, minimizando sus costos y gastos. Esto maximiza sus recursos y otorga los mayores beneficios para el empresario y la colectividad.

Los tipos de empresa según su naturaleza están clasificados como:

- Industriales: Son aquellas que se dedican a la transformación de materias primas en nuevos productos.
- Comerciales: Son aquellas que dedican a la compra y venta de productos, sean materias primas o productos terminados. Se convierten en intermediarios entre productores y consumidores.
- De servicios: empresas que se dedican a proveer servicios a la colectividad.

##### 2.1.1. *Empresas industriales.*

La empresa industrial es aquella que se dedica a la extracción y/o transformación de materia prima en bienes terminados para el consumo humano (Peres y Stumpo, 2002). Sus características están descritas de la siguiente forma:

- Forma parte del sector económico más importante de un país, como es el de la producción de bienes y prestación de servicios.
- Especializadas en procesos productivos.
- Generadoras de empleo para personas y otras empresas.
- Pueden tener diferentes tamaños, para manejar una producción de menor o gran escala.
- Trabajan con procedimientos y procesos de producción estándar para mantener o aumentar el rendimiento.
- Las actividades de producción se desarrollan en línea o en serie. Con este fin utiliza maquinaria, herramientas o tecnología para el proceso de transformación.
- Requieren de una gran infraestructura: Edificación, maquinarias y herramientas.

### **2.1.2. Empresa industrial de alimentos en Ecuador**

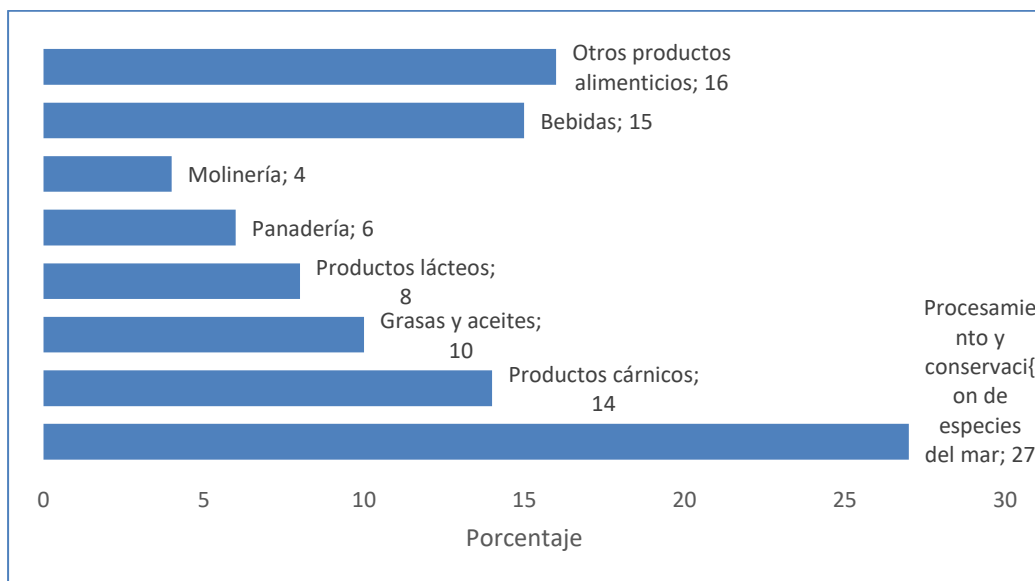
El Banco Mundial (2018) describe que entre 2006 y 2014, Ecuador experimentó un crecimiento promedio del PIB de 4,3% impulsado por los altos precios del petróleo e importantes flujos de financiamiento externo al sector público. Esto permitió un mayor gasto público, oportunidades de inversión en diferentes áreas. En ese periodo, la pobreza disminuyó del 37,6% al 22,5% y activó múltiples oportunidades de desarrollo.

Esta nueva situación permitió el desarrollo de muchos emprendimientos en Ecuador para satisfacer la demanda y oportunidad que ocurría en el país. Por lo cual varias empresas desarrollaron actividades industriales y asentaron un mercado.

El sector de elaboración de alimentos y bebidas en el año 2016 suma USD 3.229,67 millones, con una participación en el total del PIB de 4,67%, representa el 38,0% del sector manufacturero sin contar con la refinación del petróleo. La industria de los alimentos en Ecuador desarrolla un patrimonio para ofertar a un mercado interno y externo de sus productos. Una descripción se aprecia en la figura 2.

**Figura 2**

*Composición de la industria de alimentos en 2016*



*Nota. Se muestra la composición de los sectores de la industria de productos alimenticios en el año 2016 (Banco Central de Ecuador, 2016)*

En lo que a su composición se refiere, la producción más grande de alimentos es la de procesamiento y conservación de pescado, camarones y otras especies acuáticas (27%) lo que representa el rubro más importante para este momento (Cámara de Industrias y Producción de Ecuador, 2016).

Para 2017 y 2018, las proyecciones oficiales mantienen su posición de crecimiento en la economía, las tasas proyectadas son: 4,4% y 5%. En este escenario, este sector ha incrementado su participación en el PIB, pasó de 4,7% en 2008 a 6,1% en 2016 (además de una estimación de 6,7% para 2018).

Parte de este éxito, donde en el 2018 la industria de alimentos y bebidas se lleva el mayor peso dentro de la manufactura (38%) y se debe a que Ecuador genera variedad de alimentos y ha desarrollado una industria en esta rama.

Esta industria Núñez (2018), la describe como una industria diversa, con bajos costos operativos en su cadena de valor, lo cual ayuda en la creación de valor en la empresa. Además, enriquecida su producción por su ubicación geográfica y diversidad de climas. Sin

embargo, ha sido afectada por la economía y políticas de pruebas que han limitado su crecimiento.

Esto ha representado un sector que ha crecido en todo el país, buscando satisfacer la necesidad tanto de consumidores internos como externos, por lo cual las empresas de este sector han crecido y tienen miras de mejorar en su desempeño.

## **2.2. Caracterización de ILE**

### **2.2.1. Entorno industrial de Loja**

En el sector de la manufactura ecuatoriana, la industria de alimentos y bebidas es la que tiene el mayor peso, con un 38% como expresa la Revista Ekos (febrero, 2018).

Una de las regiones ecuatorianas que incluye esta industria es Loja. La agricultura, la industria y el comercio de Loja forman una cadena económica, que se consideran los ejes de desarrollo de la región.

La empresa manufacturera más importante de Loja se dedica a la elaboración de alimentos, empleando materias primas del sur del país y son vendidas en una red de establecimientos de la región. El presidente de la Cámara de Comercio de Loja, Hernán Delgado, cree que cerca de 400 locales comerciales aliados a este gremio se dedican, principalmente, a vender productos elaborados en esta provincia, y han posicionado esas marcas en este mercado.

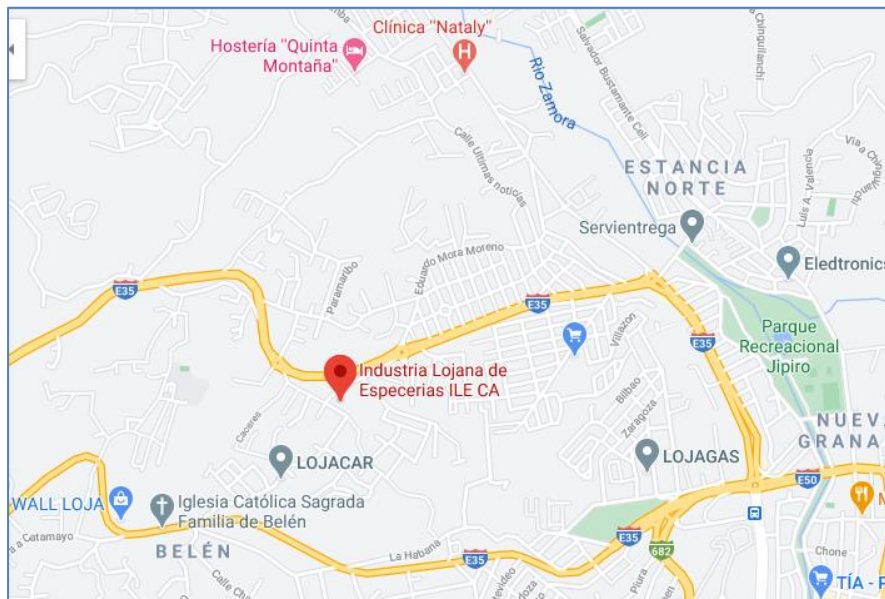
Las expectativas en el sector industrial de alimentos es consolidar el mercado regional y proyectarse nacional e internacionalmente, por lo cual las organizaciones como la Empresa Industrial Especerías ILE C.A han tenido un desarrollo en su labor.

### **2.2.2. Descripción de la empresa industria lojana de Especerías ILE C.A, de la ciudad de Loja**

La Empresa Industrial Especerías ILE C.A, inició sus operaciones en el año 1972, como una pequeña fábrica artesanal de condimentos. Esta empresa ecuatoriana produce y vende a nivel nacional e internacional su amplia gama de Polvos, pastas, salsas, granos, hierbas aromáticas, aceites y mantecas. (ILE C.A., 2020). Está ubicada en las Calles Maiquetía y Brasilia, Loja-Ecuador, como se puede observar la figura 3.

**Figura 3**

*Ubicación de la empresa industria lojana de Especerías ILE C.A*



*Nota. Se observa la ubicación de la empresa por google maps (2020).*

Para 2014 la industria Lojana de Especerías ILE C.A. es la segunda más grande de la región de Loja-Ecuador, identificada de tamaño grande y en su información pública registró beneficios durante su labor. Ha estado comprometida con la comunidad y ha buscado la expansión de sus actividades.

Su historia se asocia con la familia Godoy Ruíz, ésta compra en 1972 una pequeña fábrica artesanal de condimentos. La calidad y la habilidad se juntaron para que en cuestión de tiempo se convirtiera en una floreciente empresa, conformándose en 1973 en Industria Nacional de Especerías INE.

En 1985 Empieza la construcción de su moderna planta industrial ubicada en la ciudad de Loja, en el Km1 vía a Cuenca. La nueva planta se construyó proyectando el crecimiento a futuro que tendría la empresa.

En 2002 es agregada una nueva línea de producción de hierbas aromáticas en papel auto-filtrante que se comercializa con el nombre de "Aromáticas Saludables ILE", las mismas que por su calidad en muy poco tiempo lograron alta aceptación en el mercado Nacional e Internacional.

En 2012 el avance de la tecnología permitió generar mayor interacción con nuestros usuarios. Facebook y YouTube, representan las plataformas de comunicación con nuestros consumidores. Allí explicamos sobre los usos de nuestros productos, recetas, consejos de cocina y lugares donde se realizarán degustaciones con la Cocina Viajera ILE, eventos, auspicios, concursos y video recetas, entre otros. (SUPERCIAS, s.f.)

En la actualidad, la empresa describe su objeto social común propósito descrito como: procesamiento, comercialización y elaboración de productos en general, pudiendo realizar importaciones y exportaciones afines con este objeto social, arrendamiento de instalaciones, arrendamientos de activos (ILE C.A., 2020).

## Capítulo tres

### Metodología

#### 3.1. Diseño de la investigación

Esta investigación utiliza un método cuantitativo. Para Niño (2011) las investigaciones cuantitativas tienen como propósito buscar la medición de las variables y expresarlas en cifras numéricas. Hernández, Fernández y Baptista (2010) definen el diseño de investigación cuantitativo como aquel que utiliza datos numéricos para realizar de forma sistemática, organizada y estructurada la búsqueda de conocimiento en la investigación, por lo que presume no solo un trabajo de cifras sino su organización para generar conclusiones. Este trabajo tiene como propósito determinar el EVA a partir de cifras y porcentajes de la información financiera, con lo cual se medirán las variables de estudios conformadas por los índices financieros que pueda generar conclusiones para la empresa Industria Lojana de Especerías ILE, C.A a través de la estructura de capital.

En otro aspecto, el diseño de investigación es no experimental, ya que se recolectan los datos sin ser manipulados, específicamente en cuanto a la temporalidad de la recolección según Sampieri (2003), es no experimental-longitudinal, ya que se recolectan datos a través del tiempo en puntos o períodos. Hurtado (1998), explica que el diseño no experimental-longitudinal analiza al mismo sujeto en varios momentos. Entonces, para esta investigación para el EVA se analizan varios períodos: enero-diciembre 2015, enero-diciembre 2016, enero-diciembre 2017, enero-diciembre 2018, enero-diciembre 2019. Al recolectar la información en cada período con el propósito de hacer inferencias por sus cambios y cuáles serán sus consecuencias en la empresa Industria Lojana de Especerías ILE C.A, de la ciudad de Loja.

Finalmente, se establece que este trabajo tiene un diseño cuantitativo-no experimental-longitudinal, porque estudia los valores calculados de la estructura de capital, a partir de la información financiera publicada en los años 2015, 2016, 2017, 2018 y 2019, con el fin de calcular el EVA en esos períodos e inferir conclusiones que sean pertinentes para la dirección efectiva de la empresa.

### **3.2. Tipo de investigación**

Este trabajo es de tipo descriptivo, ya que se basa en la descripción de las características de los objetos, implicando el conocimiento profundo de cada uno de ellos para su análisis (Niño, 2011).

Además, Arias (2012) definen la investigación del tipo descriptiva como aquella orientada a una caracterización de un fenómeno o grupo con el fin de establecer su comportamiento, con lo cual este trabajo espera comprender qué decisiones pueden generarse, en este caso conocer cuáles decisiones pueden encontrarse a partir del cálculo del EVA en la empresa Industrial Lojana Especerías ILE C.A.

También en cuanto a su alcance esta investigación es de tipo analítica, como lo explica Hurtado (2000), que tiene como objetivo analizar un evento y comprenderlo, incluyendo el análisis y la síntesis.

Esta investigación tiene como propósito analizar y descomponer en todas sus partes a la variable para comprenderlo en términos de sus aspectos menos evidentes (Sampieri, 2003). Todo esto para la interpretación general a partir de cada una de sus partes, como en este caso hacer un análisis general del EVA a través de los indicadores financieros que se requieren para su cálculo e interpretación.

Por lo tanto, esta investigación es tipo descriptiva-analítica debido a que explica el método del Valor Económico Añadido (EVA) y la estructura de capital, a través de la descripción y análisis de cada uno de sus componentes, lo cual facilitará el proceso de análisis financiero permitiendo la interpretación de indicadores necesarios para conocer resultados reales y colaborar con la toma de decisiones.

### **3.3. Unidad de Análisis**

La unidad de análisis para la presente investigación será en la empresa Industrial Lojana Especerías ILE C.A., sobre la cual se estarán midiendo los indicadores financieros de la estructura de capital y la generación EVA para alcanzar los objetivos de la investigación.

### 3.4. Técnicas de recolección de información

#### 3.4.1. Fuentes de información

La técnica de recolección bibliográfica se utilizará para obtener información de diferentes textos, documentos e internet, con el fin de establecer conceptos y criterios que permitan en forma clara y precisa el desarrollo de contenido teóricos y prácticos en lo referente al análisis e interpretación de estados financieros, para el cumplimiento de los objetivos planteados.

Los datos financieros se obtendrán de los informes económicos anuales publicados en informes económicos y rendición de cuentas de los años 2015, 2016, 2017, 2018 y 2019.

#### 3.4.2. Variables de la investigación

Para el análisis financiero de la empresa ILE, S.A.; se utilizan fundamentalmente dos variables de investigación, una independiente y otra dependiente, asociadas a los valores históricos presentados en los balances y estado de resultados durante el período 2015-2019.

En primer lugar, la variable independiente: la estructura de capital. Se basa en la expresión y los elementos que la componen se describen en la tabla 6:

**Tabla 6**

*Variable Independiente de la investigación*

Estructura de capital		
$ECAP=D\%+P\%$		
<b>Deuda a corto plazo</b>	%D	Representa las obligaciones a largo plazo en la situación financiera de la empresa.
<b>Fondos propios</b>	%P	Los valores de recursos que pertenecen a la empresa

*Nota.* Estas son los indicadores que describen a la variable independiente de investigación (Estructura de Capital)

Además de ser una expresión, la estructura de capital puede representar un valor capital del monto total descrito entro fondos propios y las deudas a corto plazo, el cual será utilizado para la generación del EVA. Por lo tanto, el EVA representa la variable dependiente en este trabajo.

De acuerdo con Ross et al. (2017), el Activo Neto (AN) representa el valor de mercado de una compañía descontando al Activo total todos los pasivos inalienables de la compañía, que se generan de forma espontánea y no forman parte de la estrategia de la estructura de capital. Puede expresarse de la siguiente forma:

$$\text{AN} = \text{Activo Total} - \text{pasivos sin costo}$$

Para establecer la estructura de capital, se considerará que el valor neto de la empresa es equivalente al financiamiento con costo (Deuda y Patrimonio). Por lo que se ajustará de la siguiente manera:

$$\text{Estructura de capital} = \text{Deuda de largo plazo con costo} + \text{Capital accionario}$$

Por lo que se puede decir que el Activo Neto es equivalente a las fuentes de financiamiento con costo (Cardona, 2009).

El EVA para la empresa ILE, S.A. está calculado en base a la información financiera de 2015-2019. Para el cálculo del EVA se utilizaron ratios financieras expuestos en la tabla 7.

**Tabla 7**

*Variable dependiente de investigación*

<b>Valor Económico Agregado</b>			
<b>EVA = UAIDI - (Capital x CPPC)</b>			
<b>Variable</b>	<b>ID</b>	<b>Descripción</b>	<b>Fórmula</b>
<b>Utilidad neta</b>	<b>UN</b>	Representa la ganancia neta entre los ingresos y los costos operativos	$\text{UN} = \text{Ventas} - \text{Costos operativos}$
<b>UAIDI</b>	<b>UAIDI</b>	Representa la suma de la utilidad neta más los intereses, menos las utilidades extraordinarias.	$\text{UAIDI} = \text{Utilidad Neta} + \text{Gastos Financieros} - \text{Utilidades Extraordinarias} + \text{Pérdidas Extraordinarias} - \text{Impuestos}$
<b>Costo promedio ponderado de capital</b>	<b>CPPC</b>	Representa el costo ponderado de las distintas fuentes de financiamiento con costo. Para la deuda, el costo se refleja en la tasa de interés, y para el capital accionario se manifiesta a través del rendimiento requerido.	$\text{CPPC} = K_e * [E/(E+D)] + K_d * (1-T) * [D/(E+D)]$
<b>Capital</b>		Basado en la estructura de capital	Deuda con costo más Capital accionario

*Nota.* Estos son los indicadores que describen a la variable dependiente de investigación (EVA)

### 3.4.3. Datos

El fundamento de esta investigación es utilizar la información financiera de ILE y otros datos de referencia para calcular el CPPC y el EVA.

Inicialmente se presentará un resumen de los estados financieros de la empresa en el período 2015-2019 según la información presentada en registros públicos, que representa la base del análisis presentado.

A continuación, se calculará la estructura de capital basada en la información presentada en los estados financieros de 2015-2019. La deuda debería estar entre 50 o 60% para ser una estructura de capital óptima en empresas industriales (Higuerey, 2007). Este indicador genera un valor capital que será utilizado para el cálculo del EVA.

En el proceso del cálculo del EVA, se debe procesar el costo de las fuentes de financiamiento. Se utilizará como tasas referenciales el costo financiero adicional y la tasa de interés de mercado. Con respecto a la tasa de interés, se tomará el 9,33%, indicado por el BCE (2021) en cuanto al sector manufacturero y comercial de alimentos. Se puede resumir en la tabla 8.

**Tabla 8**

*Cálculo del CPPC*

<b>Costo de capital promedio</b> <b>CPPC = <math>K_e * [E/(E+D)] + K_d * (1-T) * [D/(E+D)]</math></b>		
Variable	ID	Descripción
<b>Costo financiero</b>	<b>Kd</b>	Representa el costo de la financiación externa para desarrollar su actividad. El costo estimado es la tasa de interés referida por el banco central
<b>Relación tasa máxima convencional</b>	<b>1-t</b>	Representa el costo del financiamiento externo tomando en cuenta el efecto de los impuestos para empresas manufactureras (t= 25%), según la estimación 2021, y se mantiene la ponderación.
<b>Costo de los fondos propios</b>	<b>Ke</b>	Valor previo conocido a partir del costo en el riesgo que incurre una empresa para financiar sus proyectos de inversión.
<b>Fondos propios</b>	<b>E</b>	Se refiere a los aportes de los socios y los beneficios generados por la empresa. Se obtiene del balance general.

<b>Deuda</b>	<b>D</b>	Se refiere a la deuda que tiene como obligación la empresa a largo plazo. Se obtiene del balance general.
--------------	----------	---

*Nota:* La tasa máxima convencional T de 9.33% (BCE, 2021).

El cálculo del costo de capital de las fuentes de financiamiento que componen la estructura de capital se presenta en la tabla 9, la cual resume los datos de los indicadores de costo. Este, no refleja cambios significativos. La tasa de interés por deudas se mantiene constante (tasa de referencia). Desde el otro lado, la beta del sector denota un comportamiento inestable en los años 2017 a 2019, con tendencia a ser mayor al registrado en los años 2015 y 2016. Con lo cual, genera un incremento en la tasa de capitalización accionaria ( $K_e$ ).

**Tabla 9**

*Cálculos del costo de capital*

<b>Indicadores</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>kd</b>					
Tasa referencial	9,33%	9,33%	9,33%	9,33%	9,33%
$K_d(1-t)$	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
<b>ke</b>					
Rf	2,26%	2,26%	2,26%	2,26%	2,26%
Bu	0,7385	0,7385	0,9102	0,7843	0,8680
Prima de mercado	9,68%	9,68%	9,68%	9,68%	9,68%
$K_e=R_f+(B*PM)$ sin riesgo país	9,41%	9,41%	11,07%	9,85%	10,66%
Tasa de riesgo Ecuador	11,62%	11,62%	11,62%	11,62%	11,62%
ke con riesgo	21,03%	21,03%	22,69%	21,47%	22,28%

*Nota.* La tasa máxima convencional de 9.33% (BCE, 2021). Rf es tasa sin riesgo de los bonos del tesoro estadounidenses. Bu, prima de mercado y riesgo país fueron tomados de Damoradan (2021). Las Bu son parte de las betas Damoradan se publican en el mes de enero de cada año y son índices que indican que tanto puede afectar los movimientos de un mercado a una empresa. Estas betas funcionan en combinación con fórmulas financieras como CPPC.

Tanto el estado de resultados como el estado de situación financiera representan una herramienta de gestión y el insumo para tener una perspectiva de la empresa. El estado de resultados se integra de varias cuentas (ver apéndice 1), pero se resume en la tabla 10.

**Tabla 10**

*Estado de resultados empresa ILE, S.A, 2015-2019 (miles de dólares)*

Cuentas	2015	2016	2017	2018	2019
Total, de Ingresos	24,674,2	26,788,6	28,249,6	27,726,4	28,813,2
Costos de Ventas	15,480,7	16,869,8	18,997,5	17,834,5	18,890,2
Utilidad Bruta	9,193,5	9,918,8	9,252,1	9,892,0	9,922,9
Gastos Administrativos y Generales	2,372,7	2,726,6	3,187,6	3,210,2	3,280,1
Gastos de Venta	3,343,7	3,515,3	3,492,9	3,618,8	4,058,2
Utilidad Operativa	3,477,1	3,676,8	2,571,5	3,063,0	2,584,7
Otros Ingresos Operacionales					
Utilidad Operativa	3,477,1	3,676,8	2,571,5	3,063,0	2,584,7
Gastos Financieros	913,3	1,124,1	1,467,8	1,335,8	1,297,7
Otros Egresos Netos	202,2	357,1	61,9	46,1	19,4
Utilidad A.P. Impuestos y Particip.	2,766,1	2,909,8	1,165,7	1,681,1	1,267,6
Utilidad Neta	<b>1,900,8</b>	<b>2,036,9</b>	<b>801,6</b>	<b>992,7</b>	<b>695,2</b>

*Nota.* Elaborado por la autora, con fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Con respecto al estado de situación financiera (balance general) en el período 2015-2019 (ver apéndice 2), se puede observar el comportamiento general. Esto se presenta en la tabla 11.

**Tabla 11**

*Resumen del Estado de situación financiera empresa ILE, S.A, 2015-2019 (miles USD)*

	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Activos</b>					
Activos Corrientes					
Efectivo Equivalente	1,175,8	141,2	200,2	19,8	31,6
Clientes	7,840,3	7,045,4	7,249,5	6,733,3	6,075,8
Inventarios	4,523,9	4,426,4	4,349,6	4,769,2	4,174,7
Activos por impuestos	18,4		184,9	110,6	129,2
Activos para la venta	48,6	48,6	48,6		
Activos biológicos					
Gastos anticipados		22,3	49,6	76,2	60,3
Otros activos corrientes	893,1	1,366,8	1,495,1	990,1	991,0
Otros activos corrientes	960,1	1,437,7	1,778,2	1,177,0	1,180,5
Total, de activos corrientes	14,500,2	13,050,7	13,577,4	12,699,3	11,462,7
Activos no corrientes					
Propiedad, planta y equipo	10,386,6	7,727,6	7,964,4	9,399,6	14,077,3
Intangibles	0,799	3,457,3	3,385,2	3,357,4	9,4

Inversiones	5,432,4	6,368,6	6,467,6	6,418,7	6,076,3
Activos biológicos LP	492,0	671,4	995,7	1,264,7	1,490,5
Recursos minerales LP					
Propiedad de inversión LP					
CXC Comerciales LP					
Impuestos Diferidos	7,4			78,6	196,1
Otros activos Lp	3,9	3,9	3,9	394,7	394,1
Otros activos no corrientes	503,3	675,3	999,7	1,738,0	2,080,7
Total, activos no corrientes	16,845,8	18,228,9	18,816,8	20,913,8	22,243,7
<b>Total, activos</b>	<b>31,346,0</b>	<b>31,279,6</b>	<b>32,394,2</b>	<b>33,613,2</b>	<b>33,706,4</b>
<b>Pasivos</b>					
<b>Pasivos Corrientes</b>					
Proveedores	3,193,0	3,324,4	3,233,421	3,950,7	4,263,6
Pasivos bancarios	1,743,4	3,429,8	2,342,1	2,160,1	3,402,7
Pasivo tributario	139,1	56,7			
Pasivo laboral	758,9	875,6	600,1	746,0	793,1
Anticipos y diferidos					
Otros pasivos corrientes	2,995,4	2,885,2	3,975,5	2,681,5	2,579,1
Otros pasivos corrientes	3,853,4	3,817,5	4,575,6	3,427,5	3,372,2
Total, Pasivos Corrientes	8,789,7	10,571,7	10,151,1	9,538,2	11,038,4
<b>Pasivos no Corrientes</b>					
<b>Proveedores no corrientes</b>					
Pasivos bancarios no corrientes	10,377,9	9,098,1	7,460,1	9,812,5	8,603,1
Pasivos por benef, emplead,	1,843,7	2,526,1	2,809,6	3,076,8	3,644,8
<b>Impuestos diferidos</b>					
Anticipos y diferidos LP					172,0
Otros pasivos no corrientes	2,765,5	835,9	4,373,9	3,000,0	1,800,0
Otros pasivos no corrientes	2,765,5	835,9	4,373,9	3,000,0	1,972,0
Total, pasivo no corriente	14,987,1	12,460,2	14,643,6	15,889,3	14,220,0
<b>Total, Pasivos</b>	<b>23,776,8</b>	<b>23,031,9</b>	<b>24,794,7</b>	<b>25,427,5</b>	<b>25,258,5</b>
<b>Patrimonio</b>					
Capital	4,727,1	5,427,3	5,727,4	5,929,2	6,131,1
<b>Capital no pagado</b>					
<b>Aportes</b>					
Capital y aportes	4,727,1	5,427,3	5,727,4	5,929,2	6,131,1
Reservas	1,066,7	1,256,6	1,459,5	1,539,7	1,646,9
Resultados NIIF	-279,2	-279,2	-279,2	-279,2	-279,2
Otros resultados integrales	154,8	-186,6	-109,8	-75,4	253,9
Reservas + ORI + Adopción NIIF	942,3	790,9	1,70,6	1,185,2	1,621,6
<b>Resultados acumulados</b>					
Resultados del ejercicio	1,899,7	2,029,5	801,6	1,071,3	695,2
Total, del Patrimonio	<b>7,569,1</b>	<b>8,247,7</b>	<b>7,599,5</b>	<b>8,185,6</b>	<b>8,447,9</b>
Total, de Pasivo + Patrimonio	<b>31,346,0</b>	<b>31,279,6</b>	<b>32,394,2</b>	<b>33,613,2</b>	<b>33,706,4</b>

*Nota*, Elaborado por la autora, con fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

## Capítulo Cuatro

### Resultados

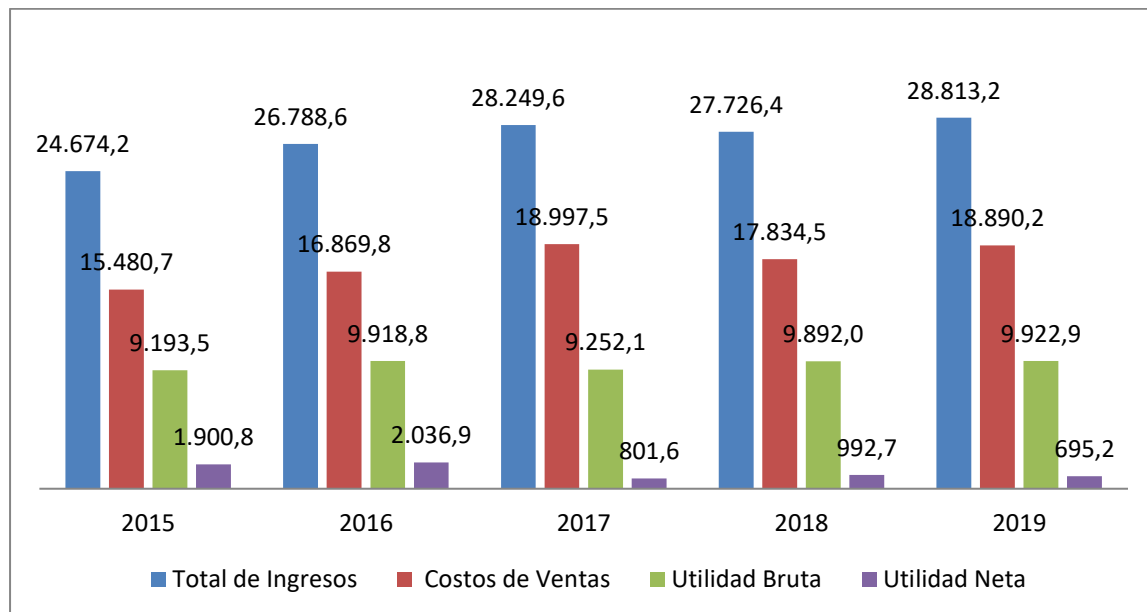
#### 4,1, Análisis de la información financiera

Como se puede observar en el Estado de Resultados (Ver tabla 10), los ingresos por ventas han mantenido un crecimiento constante en el período 2015 – 2019, pasando de \$ 24,674,2 a \$ 28,813,2 a excepción del año 2018 donde se observa una disminución en las ventas, situándose en \$ 27,726,4. Las utilidades brutas son positivas en el periodo, lo que significa que los ingresos cubren fácilmente los costos de venta. Sin embargo, la utilidad neta tiene un comportamiento irregular, pues en el año 2016 alcanza su máximo monto, siendo \$ 2,036,881, mientras que, en el año 2019, la empresa genera su nivel más bajo, ubicándose en \$ 695,220. Este comportamiento de las ventas se explica dado que como se mencionó en el capítulo dos, el sector de la elaboración de alimentos y bebidas en el año 2016 tuvo una participación en el total del PIB de 4,67%, representando el 38% del sector manufacturero y con tasas de crecimiento entre 4,4% y 5%, lo cual satisfizo la demanda y necesidades de los consumidores.

Comparando estos indicadores se puede observar la figura 4 presentada a continuación:

**Figura 4**

Resultados de la empresa ILE, S.A. 2015 – 2019 (miles de dólares)

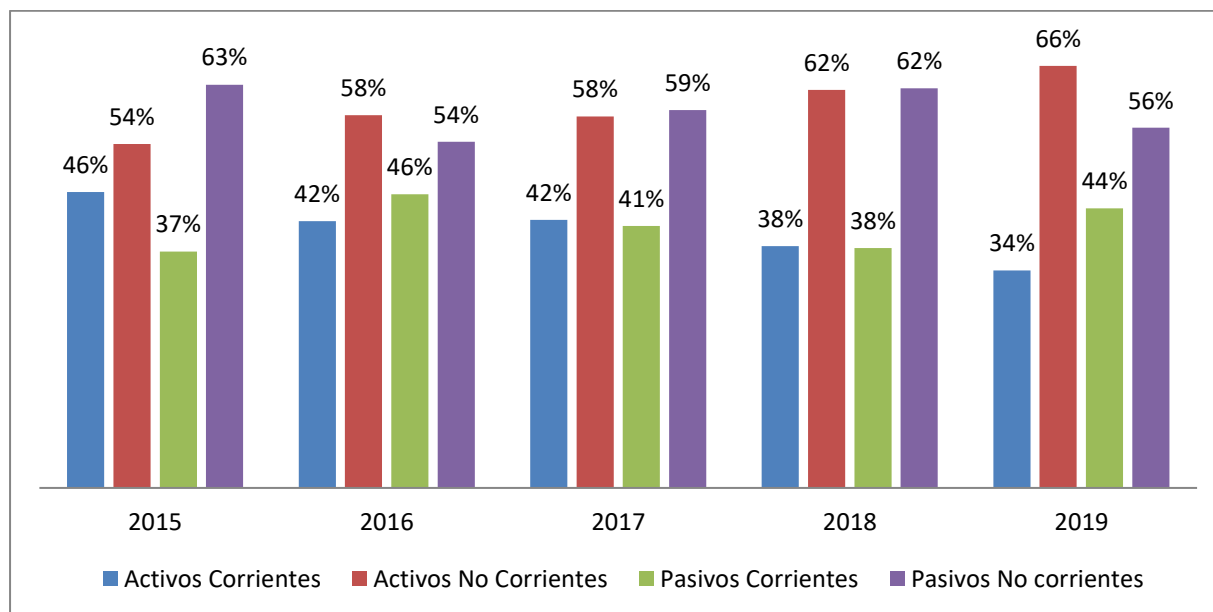


Nota, Elaborada por la autora, con fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

De acuerdo con los datos presentados en la figura 4, se observa que la empresa mantiene un desempeño regular en los ingresos y los costos, así los ingresos por ventas se sitúan por encima de los costos de venta, lo que genera utilidades brutas positivas en todo el periodo, esto demuestra que las operaciones de la empresa ILE, C.A., siempre han sido rentables en la elaboración de sus productos, lo que ha generado utilidades al final de cada período, sin embargo, esta utilidad neta ha sido afectada desde su mayor valor en \$ 2,036,881 en 2016 disminuyendo abruptamente en 2017 sumando un monto de \$ 801,588, debido al incremento de los costos de venta, aumentando levemente en el año 2018 al pasar a \$ 992,663, volviendo en el año 2019 a disminuir, ubicándose en en punto más bajo del período con un monto de \$ 695,220 dólares.

**Figura 5**

*Estructura de activos y pasivos de la empresa ILE, S.A. 2015 – 2019*



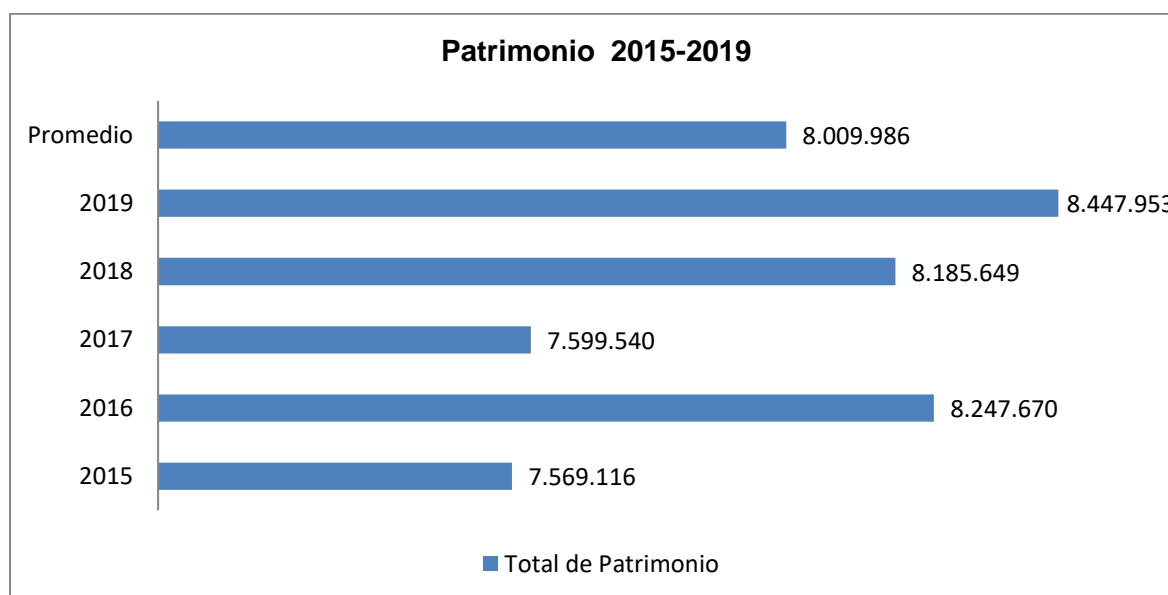
*Nota:* Elaborada por la autora, con fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

Como se observa en la figura 5, el activo corriente, tiende a disminuir desde el año 2015 hasta el 2019, siendo su principal cuenta la de crédito a clientes, misma que alcanza su punto más bajo en el año 2019, por ende, las cantidades de inventario es alta. Por otra parte, los pasivos no corrientes muestran porcentajes más altos en relación a los activos corrientes, lo que sugiere que la empresa tiene una política de endeudamiento a largo plazo, pues la principal obligación es el financiamiento bancario a largo plazo, que representa una estrategia financiera de bajo riesgo, y es un elemento de la estructura de capital.

Respecto a los activos no corrientes, estos representan la mayor proporción de los activos y mantienen una tendencia creciente en todo el período, concentrándose mayormente en la cuenta propiedad, planta y equipo e inversiones, que son cuentas que revalorizan la inversión, y representa la mayor proporción de los activos. Con respecto a los pasivos no corrientes, estos tienen un comportamiento irregular, pues su cuenta más representativa es las obligaciones con los proveedores, que son los que proveen insumos y servicios para la producción.

**Figura 6**

*Patrimonio en la empresa ILE S.A., 2015-2019*



*Nota, Elaborada por la autora, con fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros*

El patrimonio del período 2015-2019 se observa en la figura 6, como diferencia de los activos y pasivos, siendo siempre positivo, por lo cual se supone que la empresa tiene mayores ingresos (activos) que egresos. Sus valores han aumentado en el tiempo, excepto en 2017 que disminuyó con respecto al año anterior, y su valor promedio de 2015-2019 fue \$8,009,986, lo cual supone un valor de tendencia central según la información financiera.

#### **4.2. Estructura de Capital**

Al describir composición de estructura de capital,  $ECAP=D\%+P\%$ , basada en el balance financiero de la empresa, se toma como la deuda con costo a largo plazo (D) y los fondos propios (P), determinados según el estado de situación financiera.

Para comparar los elementos que describen la estructura de capital en los períodos 2015-2019, se presenta la siguiente tabla:

**Tabla 12**

*Estructura de capital 2015-2019*

<b>Estructura de capital</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>D</b>	10,377,927	9,098,131	7,460,119	9,812,503	8,603,148
<b>P</b>	7,569,116	8,247,670	7,599,540	8,185,649	8,447,953

<b>Valor de la empresa</b>	17,947,043	17,345,801	15,059,659	17,998,152	17,051,101
<b>%</b>					
<b>D%</b>	57.8%	52.5%	49.5%	54.5%	50.5%
<b>P%</b>	42.2%	47.5%	50.5%	45.5%	49.5%
<b>Total</b>	100%	100%	100%	100%	100%

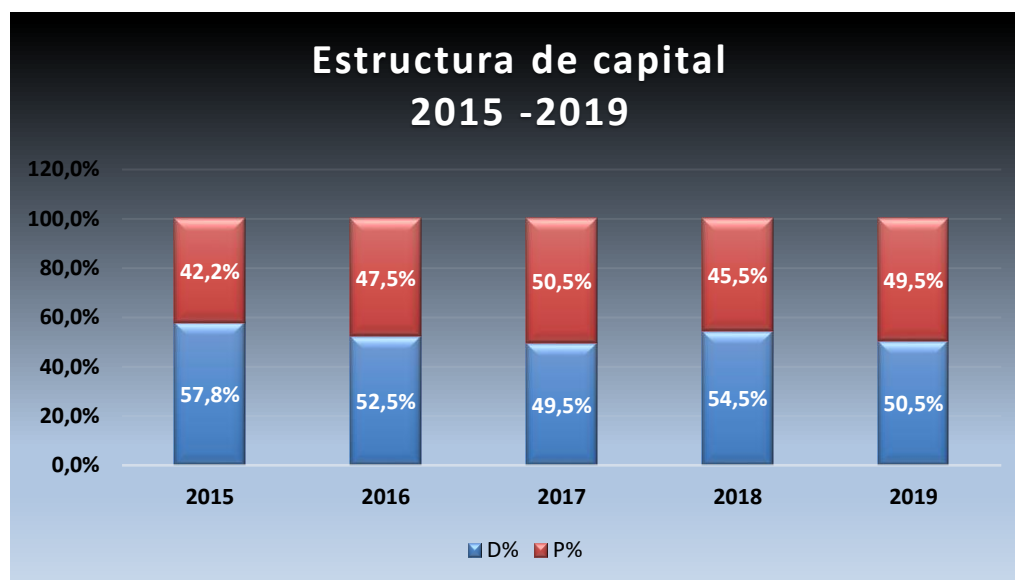
*Nota:* Elaborado por la autora, basado en el estado de situación financiero de la empresa ILE, S.A.

La estructura de capital denota que la empresa realiza sus operaciones con más financiamiento de terceros que por fondos propios, es consistente en todo el período, sin embargo, para el año 2017 y 2019 se equipara este financiamiento. Cuando se calcula el valor de capital su punto más alto es el año 2018 con \$17,998,152, luego de una tendencia de incrementarse interanualmente a lo largo de estos años desde 2016, excepto en 2017, que hubo una disminución significativa de capital y en menor proporción en el año 2019.

Para analizar cada caso, se puede observar la siguiente figura comparativa:

**Figura 7**

*Comparación de la estructura de capital durante el período 2015-2019*



*Nota:* Cuando se detalla la estructura de capital en cada año, distinguiendo entre deuda y capital propio.

En la figura 7 relacionada con la estructura de capital muestra un gran endeudamiento a largo plazo con el capital contable. La empresa expone en su gestión la

utilización de recursos de terceros con una proporción desde el 49,5%, con un promedio de 53% en todo el período, lo que se puede interpretar que la actividad de la empresa está financiada mayormente por acreedores en un porcentaje mayor al 49,5%, lo que significa que la empresa está soportando un excesivo volumen de deuda. Bajo la perspectiva de Higuerey (2007), al superar el 50% de endeudamiento para empresas industriales como ILE C.A., está fuera del manejo óptimo de la estructura de capital.

Esto, representa un riesgo alto para la empresa, porque si ocurre una crisis eventual o agravar la situación económica puede llegar a la descapitalización de la sociedad, e incluso perder la autonomía frente a terceros a la hora de responder por las obligaciones.

Considerando que la empresa se ha desempeñado en esta situación en 2015-2019, se ha observado según lo muestra la información anterior, un comportamiento con un incremento del pasivo a largo plazo además de una disminución de utilidades anuales, manteniendo la empresa operativa, pero sin una oportunidad de crecimiento.

En términos generales la estructura de capital permite entender que la empresa Industria Lojana de Especerías ILE C.A., financia parte de sus activos mediante recursos de terceros como estrategia financiera para posicionarse en el mercado.

### **CPPC**

En este punto, se puede determinar el costo de capital utilizado desde 2015-2019 según la estructura de capital en la tabla 13.

**Tabla 13**

*Costo Promedio Ponderado de Capital desde 2015-2019*

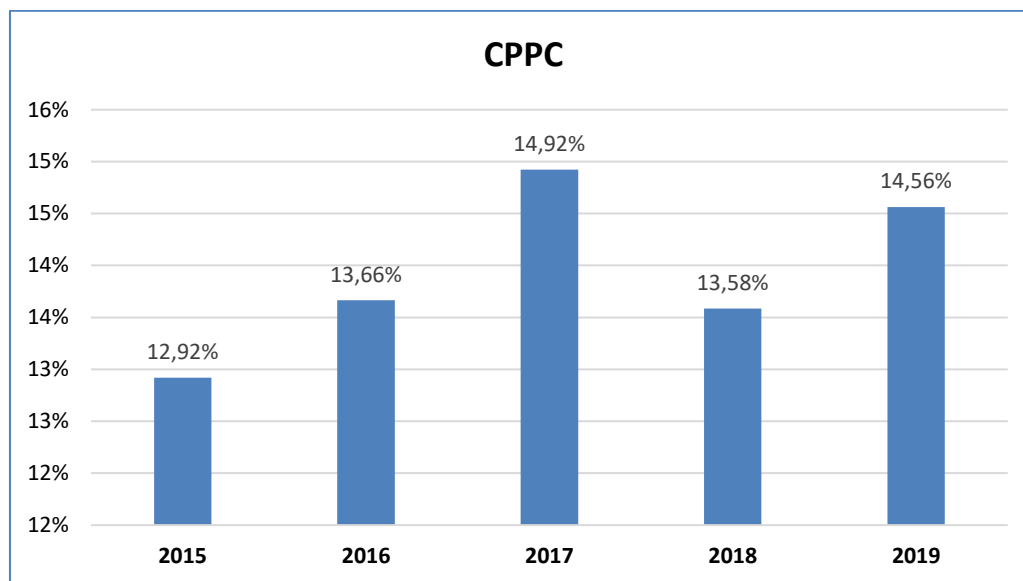
	CPPC				
	2015	2016	2017	2018	2019
Kd x D%	0,04046	0,03675	0,03465	0,03815	0,03535
Ke x P%	0,08875	0,09989	0,11458	0,09769	0,11029
CPPC = (Kd x D%) + (Ke x P%)	12,92%	13,66%	14,92%	13,58%	14,56%

*Nota:* Valores obtenidos de la Tabla 9, Cálculos del CPPC

La figura 8 resume el comportamiento del CPPC a partir de las subvariables descritas para determinarlo.

**Figura 8**

*CPPC interanuales de Industria Lojana de Especerías ILE C.A., 2015-2019*



*Nota:* Valores obtenidos del cálculo de CPPC.

#### 4.3. EVA

Dado que el EVA es un resultado derivado de otros procesos, es relevante mostrar los resultados parciales de los componentes del EVA.

##### **UADI**

En la tabla 14 se muestra el comportamiento de la UADI en el periodo estudiado. Como es de esperarse, el cambio significativo entre 2017 y 2019 se debe principalmente a la menor utilidad neta. Sin embargo, las diferencias en la utilidad neta no se trasladan del todo a la UADI, ya que una parte se compensa con las variaciones de los gastos financieros y otra con los ajustes en el impuesto causado.

**Tabla 14**

*Cálculo del UADI en 2015-2019*

UADI	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Utilidad Neta</b>	1,900,763	2,036,881	801,588	992,663	695,220
<b>Gastos financieros</b>	898,377	1,088,204	1,187,024	1,231,765	1,254,880
<b>Utilidades Extraordinarias</b>					

<b>Pérdidas extraordinarias</b>					
<b>Impuesto Causado</b>	450,409	436,461	189,226	436,310	382,282
<b>UAIDI</b>	2,348,731	2,688,624	1,799,386	1,788,118	1,567,818

Nota: Cálculo de UAIDI a partir del estado de resultados.

### **EVA**

Ahora, calculando el EVA a través del valor de la estructura de capital 2015-2019, se obtienen los valores de la tabla 15 y se resume en la figura 10 donde se expresa el EVA interanual desde el valor de capital estimado.

**Tabla 15**

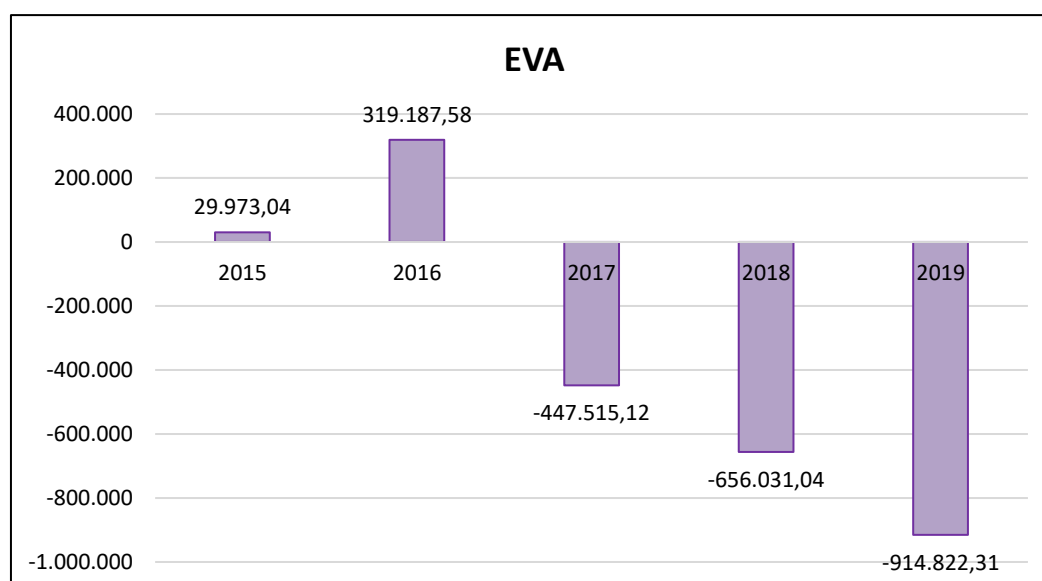
*Cálculo de EVA usando el valor de Estructura de Capital*

<b>EVA = UAIDI – (Capital * CPPC)</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>UAIDI</b>	2,348,731	2,688,624	1,799,386	1,788,118	1,567,818
<b>Capital</b>	17,947,043	17,345,801	15,059,659	17,998,152	17,051,101
<b>CPPC</b>	12,92%	13,66%	14,92%	13,58%	14,56%
<b>Capital*CPPC</b>	2,318,757,96	2,369,436,42	2,246,901,12	2,444,149,04	2,482,640,31
<b>EVA</b>	<b>29,973,04</b>	<b>319,187,58</b>	<b>-447,515,12</b>	<b>-656,031,04</b>	<b>-914,822,31</b>

Nota: Cálculo de EVA a partir del estado de resultados.

**Figura 9**

*EVA 2015-2019 a través de la estructura de capital*



Nota: Valores obtenidos del cálculo de EVA.

En la figura 9 se puede observar que en el período 2015-2016 el EVA, a través de la estructura de capital es positivo, alcanzando su punto más alto en el año 2016, y a partir del período 2017 – 2019 el EVA es negativo, como consecuencia de la disminución de utilidades, por efecto de la aguda crisis económica del país. En el periodo 2015 – 2016 la empresa habría generado una rentabilidad por encima de su costo de capital, encontrando su punto más alto en 2016, para luego decrecer mostrando una tendencia negativa.

Como en todos los años del período 2015-2016 el número resultante es positivo, según afirma Keat y Young (2011), entonces la empresa “ha ganado más de lo que sus inversionistas requieren, y por tanto se añadirá riqueza a los inversionistas” (p, 43). Bajo esa premisa, las inversiones de recursos financieros realizado por los accionistas están orientadas a la generación de valor con el mayor aprovechamiento, sin embargo, la empresa ha perdido valor desde 2017 en grandes proporciones. El EVA negativo, significa que la empresa está agotando sus recursos financieros.

Así, es observable la pérdida de valor de la empresa, a partir de año 2017, alcanzando su punto más álgido en el año 2019, ubicándose en -914,822,31. La disminución de valor sugiere una disminución en la rentabilidad, ya que su rendimiento no es tanto para lo que cuesta generarlo.

Al realizar un análisis horizontal del EVA desde 2015 hasta 2019, se aprecia que el valor generado por la empresa en el periodo 2015-2016 es positivo, mientras que en los años 2017–2019 es negativo. Este decrecimiento alerta a los accionistas sobre otras alternativas de inversión, que mejore el desempeño de la empresa en esta situación, de forma que impacte más positivamente.

Esta contracción del valor generado en 2017-2019 deberá promover un cambio en las pautas para generar valor en la empresa a fin de lograr una recuperación en los años siguientes. Estas decisiones cuestionan claramente la dirección de los recursos invertidos en la empresa, si la empresa vale más o menos en cada año, es decir, si está creando valor y decidir si es óptimo este desempeño, (Franklin, 2006).

La finalidad del EVA es ser una herramienta para que sus resultados se dirijan a tomar decisiones significativas para mejorar la empresa ILE, S.A. Con esta información la gerencia, deberá tomar medidas para mejorar sus operaciones, porque esto afecta los activos a largo plazo y las oportunidades de inversión.

Se pueden establecer ciertos aspectos:

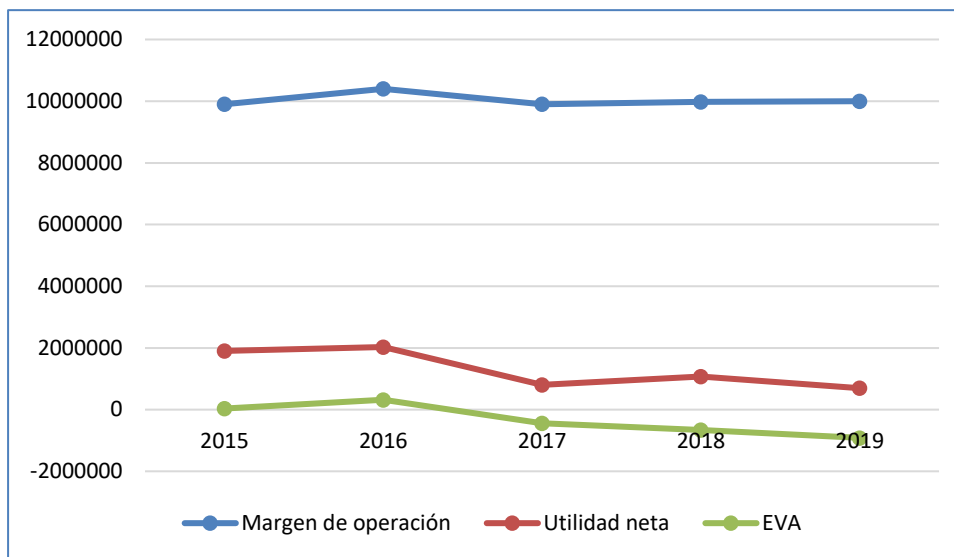
- El EVA genera en el periodo 2015-2016 un valor positivo, lo que supone una buena gestión de la empresa. Sin embargo, la disminución de su valor desde el año 2017 hasta 2019, muestra que es necesario tomar decisiones estratégicas para mejorar su desempeño.
- El EVA más alto de todo el periodo es en 2016, en tanto que el más bajo se ha generado en 2019, lo que demuestra una tendencia negativa decreciente en el valor de la empresa.
- A pesar de las estrategias aplicadas por la empresa, para recuperar el nivel de rentabilidad del valor obtenido por la empresa, es decir, se observa que la empresa sigue perdiendo valor en forma abrupta, habiendo también incidido directamente la crisis por la pandemia del COVID-19.
- El capital de los accionistas está bien protegido en la perspectiva de financiamiento por terceros.

En vista de la necesidad de esta tendencia negativa en el valor del EVA, para mejorar las utilidades se debe apuntar a aumentar los márgenes operacionales, a través de estrategias, una de ellas convertir gastos de operación fijos en flexibles o variables y reducir activos para eliminar gastos de los mismos, (Ortiz, 2015).

Cuando se hace una cosmovisión de la situación financiera y las decisiones tomadas en el período 2015-2019, en la figura 10 se observa que el margen de operación, relacionando ingresos y costos de venta; utilidad neta al final del ejercicio y el EVA.

**Figura 10**

*Comparación entre margen de operación, utilidad neta y EVA en la empresa ILE, S.A., durante 2015-2019.*



*Nota:* Valores obtenidos de estados financieros y cálculo de EVA

A partir de la figura 12, se plantean los siguientes aspectos:

- El EVA de la empresa en el periodo 2017-2019 es negativo, pero el margen de operaciones y la utilidad neta son positivos, lo que supone una buena gestión, en cuanto a que sus costos no superan los ingresos. Sin embargo, no es un desempeño óptimo, ya que las utilidades en el ejercicio disminuyen lo que se refleja en la disminución del valor de la empresa desde 2016.
- La utilidad neta y el EVA tuvieron un decrecimiento a partir de 2016.
- Después del 2016, cuando se evidencia una contracción en el valor de la empresa y existe un punto más alto en el margen de operación, se apunta a una reducción de costos como alternativa.
- En el año 2017 ocurre el punto de inflexión donde disminuyen tanto el margen de operación como la utilidad neta, incidiendo en el decrecimiento del EVA.
- La disminución del valor en todo el periodo implica realizar un plan estratégico a corto y mediano plazo para mejorar las condiciones financieras de la empresa.
- El mayor valor generado por la empresa fue en 2016.

- El margen bruto se mantiene mientras que la utilidad neta y el valor de la empresa disminuyen en el periodo 2017 - 2019, por lo que estratégicamente los costos de venta deberán disminuir para garantizar activos a largo plazo.
- El EVA es negativo en el periodo 2017 – 2019, por lo tanto, es necesario plantear estrategias a largo plazo, de manera que rinda más sus recursos y obtenga mejor rentabilidad en lo invertido en la empresa, ya que de seguir esta situación la empresa está agotando sus recursos y perdiendo solidez financiera.

En términos generales, se puede describir que según el EVA a partir de la estructura de capital la empresa ILE, S.A., no ha tenido una gestión positiva en el periodo 2017 -2019, pues a pesar que sus ingresos superan el costo de los recursos en 2015-2016, sin embargo, es preocupante la pérdida de valor en todos los años. También existen márgenes de endeudamiento muy altos (superiores al 49,5%), usando en menor proporción los fondos propios, garantizando la inversión de los accionistas a la labor de la empresa, pero generando una gestión con riesgo debido al gran volumen de endeudamiento a los acreedores.

#### **4.4. Discusión**

Con la información anterior, la generación del EVA representa una herramienta para evaluar el desempeño de la empresa y sus pasos a seguir en los tiempos siguientes, El desempeño de la empresa ILE, C.A., tiene una tendencia negativa.

La empresa ILE C.A., tiene un endeudamiento sobre el 50%, mayormente de pasivos no corrientes lo que implica que financia sus operaciones a largo plazo, lo que supone montos más elevados de pago. Sus inversiones deberán apuntar a el uso de recursos para la mejora de los márgenes operacionales, ya que si existe alguna situación problemática puede incidir negativamente a la pérdida de valor. Esta situación financiera o comportamiento de la empresa ILE corresponde a la teoría basada en impuestos y costos de quiebra, cuyo fundamento es que los impuestos y costos de quiebra inciden sobre la estructura del capital, puesto que los intereses de la deuda se deducen de los ingresos, lo que genera una disminución del valor de la empresa.

El EVA negativo se interpreta como que la gestión de la empresa ILE, C.A., ha sido deficiente, esta disminución de valor que ha tendido entre 2017 hasta 2019, si se prolonga a largo plazo significa que se agotaran sus recursos, incidiendo negativamente en toda su labor y continuidad. Este comportamiento es semejante al encontrado por Ramírez, Carbal y Zambrano (2012), quienes determinaron una tasa de CPPC inferior a la de ese trabajo. Por lo que se sugiere diseñar una estrategia para nuevos puntos de acción y mejorar el nivel de ganancia visto por la empresa, tomando en consideración las variables determinantes exógenas de mayor impacto en el costo de capital (beta, riesgo de mercado, tasa de impuestos).

Debido a que la utilidad bruta es rentable y no se observa disminución a partir de 2018, es evidente que el incremento de gastos operativos y gastos financieros sobrepasó los beneficios marginales de la utilidad bruta de los últimos años. Con ello, se destruyó valor a pesar de las utilidades netas positivas, en efecto similar al mostrado por Escobar (2008). Por tanto, buscar ajuste en los costos operativos sugiere especializar la línea de productos hacia los puntos clave, de tal forma que la tendencia desde 2017 de disminución de costos, se vuelva una constante a lo largo del tiempo.

En general, es necesario mencionar que, como estrategia para generar EVA en las empresas, se debe reducir el costo de capital y los costos operativos para aumentar los niveles de utilidades. Es decir, mejorar las utilidades operativas en la eficiencia de los activos y la disminución de costos, incorporando las recomendaciones de Rosado y Coral (2020).

Como lo demuestra la estructura de capital, las operaciones de la empresa ILE, C. A. entre 2015-2019 utilizan el endeudamiento de terceros, lo que ofrece un capital de inversiones y protege a los accionistas. Bajo esta premisa, se sugiere refinanciar deuda de corto a largo plazo, para disminuir los efectos negativos en el valor de la empresa. Durante 2017-2019 el pasivo corriente aumentó, y es necesario buscar las mejores condiciones de costo de capital para ese momento.

La perspectiva de gerencia ha reforzado el resguardo del capital propio y las operaciones a través del financiamiento de terceros, basando sus operaciones en esa

estrategia administrativa. Eso fomenta la confianza del inversionista y la expansión del negocio, creando la premisa de invertir en un negocio exitoso como ILE, C.A., creando no solo ingresos inmediatos sino crear un valor para el grupo de actores que conforma el entorno completo de la empresa. En este sentido, el EVA debe ser una herramienta para definir objetivos financieros de una empresa, maximizando la estrategia de la estructura de capital señalada por Barrera, Parada y Serrano (2020).

En general, debe mencionarse que, con este enfoque, se sugiere nuevas formas de inversión para optimizar los costos. Esto abre la posibilidad de buscar financiamiento, con la oportunidad de renegociar deudas, extender plazos, crear nuevos préstamos a una menor tasa, este financiamiento a largo plazo, incidirá directamente en la base de estructura de capital para lograr una gestión positiva.

## Conclusiones

Al generar el EVA a partir de la estructura de capital se puede establecer las siguientes conclusiones:

El valor económico agregado (EVA) se ha constituido en un importante indicador para las empresas, para conocer cuanto valor se ha generado para la organización, por ende, los esfuerzos de los gerentes o directivos está en lograr maximizar sus beneficios, con una estructura de capital donde el financiamiento de los recursos sea con recursos propios y un bajo nivel de endeudamiento, solo así la empresa aumentará su valor económico.

En el Ecuador la industria de alimentos y bebidas es la que tiene un alto peso con el 38% del total de industrias. En la provincia de Loja, la industria de especerías ILE C.A., se dedica a la elaboración de alimentos, empleando preferentemente materias primas de la región, siendo comercializadas en una red de cerca de 400 locales comerciales, logrando posicionarse en el mercado regional, nacional e incluso exportando a otros países.

La investigación se ha desarrollado bajo un enfoque cuantitativo y no experimental longitudinal, puesto que se recogieron datos sin ser manipulados en diferentes periodos 2015-2019, y tuvo como propósito determinar el EVA a partir de cifras y porcentajes basados en la información financiera obtenida. También es descriptivo al caracterizar el objeto de estudio y analítico, ya que se analizó la información financiera, aplicando el EVA y la estructura de capital, permitiendo mediante estos indicadores conocer la situación real de la empresa en relación a su valor económico agregado.

La situación financiera de Industria Lojana de Especerías ILE C.A., sugiere una gestión que tiene un ejercicio positivo en adquirir los activos y cancelar sus operaciones durante todo el período 2015-2019.

El análisis financiero aplicado a la empresa junto con indicadores financieros fue utilizado para calcular el EVA a partir de la estructura de capital, en forma que se aplique el cálculo utilizando una expresión matemática a partir de ratios financieros. Estas ratios fueron calculadas a partir de la información financiera pública. Esta información histórica sugiere

una base para la generación del EVA y su uso como indicador a las acciones a seguir por la empresa.

En la empresa se observó que está adeudada por el activo general en promedio de 53% lo cual supera el margen de un manejo de endeudamiento del 57,8%, esto aumenta su riesgo de descapitalización.

La situación financiera de la empresa ILE corresponde a los planteamientos de la teoría basada en impuestos y costos de quiebra, cuyo fundamento es que los impuestos y costos de quiebra inciden sobre la estructura del capital, puesto que los intereses de la deuda se deducen de los ingresos, lo que genera una disminución del valor de la empresa.

Por otra parte, en el caso de la empresa en estudio no se cumplen los teoremas de Miller y Modigliani, puesto que la estructura del capital considerando la deuda y el capital si altera el valor de mercado de la empresa ILE. La teoría de estructura de capital que permitiría mejorar el EVA de la empresa ILE sería la del *pecking order* propuesta Myers y Majluf en 1984, en la que se postula que las empresas que se financian con recursos propios y si no son suficientes se recurre a endeudamiento a largo plazo, con lo cual disminuye la carga financiera y por ende aumentaría el EVA.

Si el EVA calculado es positivo, entonces quiere decir que el manejo de los activos, pasivos y patrimonio ha sido eficiente, mientras que si es negativo la empresa ha perdido valor y requiere la implementación de estrategias como mejorar la eficiencia de los activos, bajar la carga fiscal, optimizar la producción, reducir el costo del capital, entre otros. En general, el financiamiento externo que tiene la empresa no contribuye a generar EVA, debido a su alto costo financiero, por lo que es necesario que la organización recurra en lo posible a obtener financiamiento con recurso propios, lo que permitirá disminuir el costo del capital. Esto quiere decir, que la empresa deberá reducir el apalancamiento financiero, es decir el endeudamiento externo.

Para que el nivel de utilidades operativas y utilidades netas hagan que el EVA sea positivo, deberán alcanzar un nivel de rentabilidad mayor al costo de oportunidad del capital, es decir de la tasa de interés pasiva que emite el Banco Central.

La estructura de capital de ILE C. A. es mayormente financiado por terceros, lo cual para una empresa industrial sugiere realizar un buen manejo de la estructura de capital.

El EVA calculado en el período 2017-2019 a través de la estructura de capital sugiere un desempeño negativo, con tendencia a bajar el valor de la empresa desde 2017, con alto nivel de endeudamiento a terceros visto a través de instrumentos a largo plazo, y mantiene la garantía de los fondos de los inversionistas.

El EVA generado a través de la estructura de capital responde a la necesidad de la empresa de analizar su desempeño entre 2015-2019, con lo cual es imperativo efectuar una gestión positiva a largo plazo, por lo cual se plantean estrategias para disminuir el costo capital y generar mayor valor en la empresa ILE, C. A. Sin embargo, puede optimizar sus estrategias de costos para alcanzar mayor cantidad de operaciones y/o reinversión para revalorizar la empresa.

### **Recomendaciones**

A partir de las conclusiones planteadas se hacen las siguientes recomendaciones:

Fomentar herramientas de análisis para calcular el EVA como criterio de desempeño en la toma de decisiones.

Reprogramar parte de la deuda de corto a largo plazo, para crear una estrategia económica de mayor revalorización, utilizando un aumento de capital a través de la optimización de costos que aumente el margen de utilidades.

Debido a la gestión positiva, y que el ejercicio de la empresa provee sus operaciones, crear planes de reinversión en la especialización de la línea de productos clave de la empresa.

El EVA combina el desempeño operativo con el financiero en una visión integrada para la toma de decisiones en la empresa, por lo cual se sugiere aplicar esta ratio financiera en departamentos que se consideren que debe analizar su desempeño operativo y financiero en la empresa.

## Referencias

- Aguiar, I, (2012), Finanzas Corporativas en la Práctica, Delta Publicaciones
- Aimara, Nelson, Gálvez Belén, Miranda Andrés, Paspuel David (2017), *Análisis del desempeño operativo mediante el valor económico añadido (EVA) de las tres mayores empresas comercializadoras del Ecuador para los años 2015 – 2016*, Disponible en: <https://n9.cl/vqmyg>
- Álvarez, I, (2016), Finanzas estratégicas y creación de valor, ECOE ediciones (5ta edición,)
- Amat, O, (2000), EVA, *Valor Económico Agregado, Un nuevo enfoque para optimizar la gestión empresarial, motivar a los empleados y crear valor*, Grupo editorial Norma,
- Baena Toro, D, (2011), *Análisis financiero, Enfoque y proyecciones*, ECOE Ediciones,
- Banco Mundial (2018), Informe anual.
- Barrera, J., Parada, S., & Serrano, L. (2020). Análisis empírico de correlación entre el indicador de estructura de capital y el indicador de margen de utilidad neta en pequeñas y medianas empresas. *Revista de Métodos Cuantitativos para la economía y la empresa* (29), 99-115.
- Bodie, Z, y Merton, R, (2004), Finanzas, Pearson Educación,
- Bonilla, F, (2010), El valor económico agregado (EVA) en el valor del negocio, *Revista Nacional de Administración*, 55-70, <https://www.researchgate.net/publication/273131955>
- Cardona, J, (2009), Valor económico agregado, *Visión Contable*, Vol, 4 No, 7, 75-93,
- Contreras, N., & Díaz, E. (2015). Estructura financiera y rentabilidad: origen, teorías y definiciones. *Revista Valor Contable*, 2(1), 35–44.
- Chu-Rubio, M, (2017), La creación de valor en las finanzas: Mitos y paradigmas, Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas (2da, Edición),
- Cuevas, F, (2001), Contabilidad de costos,
- Di Russo, L, (2015), Introducción a la Contabilidad, Universidad nacional del Litoral, <https://n9.cl/379uz>

- Eslava, J, (2003), *Análisis Económico-Financiero de Las Decisiones de Gestión Empresarial*, Editorial Esic
- Esparza, J, (2017), *Estructura De Capital*, Disponible en: <https://n9.cl/w71fw>
- Escobar, G. (2008). Las empresas de alimentos de Manizales generan ganancias, pero destruyen valor económico agregado (EVA). *Anfora*, Año 1 Número 25, 317-336.
- Fernández, P, (2000), *Creación de valor para los accionistas*, Ediciones Gestión2000
- Franklin, E.B., (2006), *Auditoría Administrativa-Gestión del cambio*, Pearson Educación, Segunda edición,
- García-Calle, O, Romualdo-Regalado, M., Villanueva, J, y Villegas, I, (2020), *Buenas Prácticas en la Determinación de la Estructura de Capital Óptima y su Impacto en el Valor Económico Agregado (EVA) de los Bancos Más Representativos del Perú Durante el Periodo 2014-2018*, Trabajo de Postgrado, Pontificia Universidad Católica Del Perú,
- Gitman, L, (2003), *Principios de administración financiera*, Pearson Educación,
- González, P, (2017), *Gestión de la inversión y el financiamiento, Herramientas para la toma de decisiones*, Instituto Mexicano de Contadores Públicos
- González, P,; Zinno, F, y Barbie, A, (2018), *Estructura de capital: revisión de la literatura y propuesta de investigación*, Trabajo de grado, Universidad Nacional de La Plata, <https://n9.cl/8z51f>
- Hernández, R,; Fernández, C, y Baptista, P, (2010), *Metodología de la Investigación*, McGraw-Hill (Tercera edición),
- Higuerey, A, (2007), *Financiamiento con deuda a largo plazo*, Universidad de los Andes, <https://n9.cl/3dzp1>
- Hurtado, J, (1998), *Metodología de investigación holística*, Disponible en: <https://n9.cl/a5icn>
- Keat, P, y Young, P, (2011), *Economía de empresas*, Pearson Educación de México, Cuarta edición,

- López, C., Cardozo, C., Monroy, L., & González, E. (2019). El impacto del valor económico agregado (EVA) en la valoración accionaria de las empresas colombianas entre los años 2015 al 2018. *Revista Espacios* Vol. 40 (Nº 43), 24.
- Mendoza, C, (2004), *Presupuestos para empresas de manufactura*,
- Millán-Solarte, JC (2014), *Costo de Capital y Valor Económico Agregado en una Empresa Manufacturera*, *Revista Ingeniare*, Núm., 16, <https://n9.cl/nl9q1>
- Niño, V, (2011), *Metodología de la Investigación*, Ediciones de la U,
- Núñez, Elena (2018), *Análisis del sector de alimentos procesados y su incidencia en la Matriz Productiva del Ecuador*, Trabajo de titulación, Universidad Católica de Santiago de Guayaquil,
- Ortiz, H, (2015), *Análisis financiero aplicado y normas internacionales de información financiera*, Universidad Externado de Colombia,
- Peres, W, Y Stumpo, G, (2002), *Las pequeñas y medianas empresas industriales en América latina y el Caribe*, Siglo XXI editores
- Pindado-García, J, (2012), *Finanzas empresariales*, Editorial Parainfo,
- Ramírez, C., Carbal, A., & Zambrano, A. (2012). La creación de valor en las empresas: El valor económico agregado -EVA y el valor de mercado agregado – MVA en una empresa metalmeccánica de la ciudad de Cartagena. *Saber, Ciencia y Libertad*, 157-169.
- Ramírez, M., & Palacín, M. (2017). El estado del arte sobre la teoría de la estructura de capital de la empresa. *Cuadernos de economía*, 73, 143-165.
- Reyes, A, (2019), *Medición de la calidad de las estrategias financieras: el BalancedScorecard y el Valor Agregado*, Universidad de la Habana.
- Rosado, J., & Coral, F. (2012). Modelo para generar valor económico agregado, la las Pymes del sector manufacturero de la ciudad de Quito. *EIDOS*, 35-39.
- Sarmiento, R, (2001), *Contabilidad general*, Ediciones Siglo XX,
- Small-Rubio, J, (2018), *Análisis De La Generación Del Valor (EVA) De Las Principales Inmobiliarias Del Perú*, Trabajo de grado, Universidad de Piura,

SUPERCIAS. (s.f.). Superintendencia de Compañías Valores y Seguros. Obtenido de <https://www.supercias.gob.ec/portalscvsv/>

Valencia, W. (2011). Indicador de Rentabilidad de Proyectos: el Valor Actual Neto (VAN) o el Valor Económico Agregado (EVA). *Datos Industriales* 14, no. 1 (2011):15-18., <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=81622582003>.

Vílchez Olivares, P, A, (2006), *Estrategias financieras para el mejoramiento del Valor Económico Agregado*, QUIPUKAMAYOC, vol, 13, pp, 87-105

## Apéndices

### Apéndice 1: Estado de resultados

Rubros	2015	2016	2017	2018	2019
Ventas	24,674,227	26,788,552	28,249,586	27,726,434	28,813,156
Otros ingresos	340,994	463,372	198,268	116,153	89,271
Ingresos por reversiones					
Ingresos financieros					
Otros ingresos no operacionales					
Otras ventas	340,994	463,372	198,268	116,153	89271
<b>Total de Ingresos</b>	<b>25,015,221</b>	<b>27,251,923</b>	<b>28,447,854</b>	<b>27,842,587</b>	<b>28902427</b>
Variación de inventarios	-713,850	-112,114	64,295	-393,195	505791
Compras locales	6,324,243	5,684,042	6,809,747	8,675,567	5636298
Importaciones	2,230,389	2,899,165	3,105,183	374,508	2466653
Consumo de inventarios	7,840,783	8,471,093	9,979,225	8,656,880	8608742
Mano de Obra	1,560,664	1,704,817	2,068,538	2,141,583	2400053
Honor,comis, regalías, servicios					
Provisiones	62,591	26,984	115,970	67,213	111802
Depreciaciones y amortizaciones	382,504	500,542	535,532	508,849	604457
Perdidas en venta activos y siniestros					
Impuestos					
Servicios públicos	159,143	166,213	162,210	149,430	170230
Transporte, combust, y lubricantes				925	171259
Suministros y materiales	4,650,085	5,112,749	5,076,680	5,281,015	5886109
Mantenimiento	39,041	116,983	112,018	74,993	67868
Otros costos de fabricación	785,893	770,393	947,338	953,567	869689
Costos financieros					
Costos de Fabricación	6,079,257	6,693,864	6,949,746	7,035,993	7881413
<b>Total de Costos de Ventas</b>	<b>15,480,703</b>	<b>16,869,775</b>	<b>18,997,510</b>	<b>17,834,455</b>	<b>18890208</b>
Margen Bruto	9,534,518	10,382,149	9,450,344	10,008,132	10012220
Sueldos de Adm, Y Ventas	1,725,747	2,040,796	2,418,118	2,581,357	2854631
Honor,comis, regalías, servicios	41,834	21,486	16,676	6,683	10599
Provisiones	178,933	232,753	255,892	257,786	347660
Depreciaciones y amortizaciones	91,687	97,011	108,696	140,347	122311
Perdidas en venta activos y siniestros		1,188	1,862	51,010	2750
Impuestos	675,403	717,047	677,899	685,144	713835
<b>Estados de Resultados</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Servicios públicos	30,645	116,669	99,647	52,944	55247
Promoción y publicidad	1,062,955	1,153,440	1,171,297	1,154,889	1465806
Transporte, combust, y lubricantes	732,174	788,964	807,527	804,039	876325
Arrendamientos	13,987	18,679	18,267	19,349	20082
Suministros y materiales		42,541	5		21124
Mantenimiento	54,393	55,591	96,874	57,932	25541

Otros gastos operacionales	1,262,298	1,097,967	1,424,896	1,279,744	973778
Gastos operacionales	4,144,309	4,343,335	4,679,538	4,509,865	4635058
Gastos financieros	898,377	1,088,204	1,187,024	1,231,765	1254880
Gastos no operacionales				4,000	
<b>Total, Gastos</b>	<b>6,768,433</b>	<b>7,472,335</b>	<b>8,284,681</b>	<b>8,326,987</b>	<b>8744570</b>
Ut, Antes de Imp,	2,766,085	2,909,814	1,165,664	1,681,145	1267650
15% Part, Laboral	414,913	436,472	174,850	252,172	190147
Anticipo IR	258,005	281,977	189,226	306,482	39313
IR Calculado	450,409	436,461	185,622	436,310	382282
Impuesto Causado	450,409	436,461	189,226	436,310	382282
<b>Utilidad Neta</b>	<b>1,900,763</b>	<b>2,036,881</b>	<b>801,588</b>	<b>992,663</b>	<b>695,220</b>

## Apéndice 2: Situación financiera

Rubros	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Activos</b>					
<b>Activos Corrientes</b>					
Efectivo Equivalente	1,175,847	141,160	200,208	19,817	31,656
Clientes	7,840,340	7,045,440	7,249,468	6,733,314	6,075,838,00
Inventarios	4,523,938	4,426,386	4,349,601	4,769,243	4,174,690
Activos por impuestos	18,388		184,857	110,619	129,191
Activos para la venta	48,624	48,624	48,624		
Activos biológicos					
Gastos anticipados		22,279	49,560	76,220	60,346
Otros activos corrientes	893,061	1,366,772	1,495,123	990,135	990,972
Otros activos corrientes	960,073	1,437,675	1,778,164	1,176,974	1,180,510
<b>Total, de activos corrientes</b>	<b>14,500,199</b>	<b>13,050,661</b>	<b>13,577,441</b>	<b>12,699,348</b>	<b>11,462,694</b>
<b>Activos no corrientes</b>					
Propiedad, planta y equipo	10,386,589	7,727,613	7,964,393	9,399,609	14,077,277
Intangibles	799	3,457,356	3,385,176	3,357,442	9,427
Inversiones	5,432,432	6,368,643	6,467,583	6,418,744	6,076,297
Activos biológicos LP	492,013	671,426	995,754	1,264,731	1,490,497
Recursos minerales LP					
Propiedad de inversión LP					
CXC Comerciales LP					
Impuestos Diferidos	7,411			78,593	196,076
Otros activos Lp	3,907	3,907	3,907	394,734	394,154
Otros activos no corrientes	503,331	675,333	999,661	1,738,058	2,080,727
<b>Total, activos no corrientes</b>	<b>16,845,775</b>	<b>18,228,945</b>	<b>18,816,814</b>	<b>20,913,853</b>	<b>22,243,727</b>
<b>Total, activos</b>	<b>31,345,974</b>	<b>31,279,605</b>	<b>32,394,254</b>	<b>33,613,201</b>	<b>33,706,421</b>
<b>Pasivos</b>					
<b>Pasivos Corrientes</b>					
Proveedores	3,192,978	3,324,455	3,233,421	3,950,686	4,263,571
Pasivos bancarios	1,743,389	3,429,780	2,342,067	2,160,071	3,402,696
Pasivo tributario	139,093	56,675			
Pasivo laboral	758,923	875,600	600,061	746,009	793,105
Anticipos y diferidos					
Otros pasivos corrientes	2,995,368	2,885,248	3,975,549	2,681,476	2,579,063
Otros pasivos corrientes	3,853,384	3,817,523	4,575,610	3,427,485	3,372,167
<b>Total, Pasivos Corrientes</b>	<b>8,789,751</b>	<b>10,571,758</b>	<b>10,151,098</b>	<b>9,538,241</b>	<b>11,038,435</b>
Pasivos no Corrientes					
Proveedores no corrientes					
Pasivos bancarios no corrientes	10,377,927	9,098,131	7,460,119	9,812,503	8,603,148
Pasivos por beneficios empleados	1,843,668	2,526,093	2,809,621	3,076,808	3,644,858
Impuestos diferidos					

Anticipos y diferidos LP					172,026
Otros pasivos no corrientes	2,765,512	835,953	4,373,877	3,000,000	1,800,000
Otros pasivos no corrientes	2,765,512	835,953	4,373,877	3,000,000	1,972,026
<b>Total, pasivo no corriente</b>	<b>14,987,107</b>	<b>12,460,178</b>	<b>14,643,616</b>	<b>15,889,311</b>	<b>14,220,033</b>
<b>Total, Pasivos</b>	<b>23,776,857</b>	<b>23,031,936</b>	<b>24,794,714</b>	<b>25,427,552</b>	<b>25,258,467</b>
<b>Patrimonio</b>					
Capital	4,727,126	5,427,303	5,727,371	5,929,183	6,131,114
Capital no pagado					
Aportes					
Capital y Aportes	4,727,126	5,427,303	5,727,371	5,929,183	6,131,114
Reservas	1,066,679	1,256,649	1,459,596	1,539,755	1,646,880
Resultados NIIF	-279,161	-279,161	-279,161	-279,161	-279,161
Otros resultados integrales	154,767	-186,591	-109,854	-75,384	253,900
Reservas + ORI+Adopción NIIF	942,285	790,897	1,70,581	1,185,210	1,621,619
Resultados acumulados					
Resultado del ejercicio	1,899,706	2,029,470	801,588	1,071,256	695,220
<b>Total, de Patrimonio</b>	<b>7,569,116</b>	<b>8,247,670</b>	<b>7,599,540</b>	<b>8,185,649</b>	<b>8,447,953</b>
<b>Total, de Pasivo + Patrimonio</b>	<b>31,345,973</b>	<b>31,279,606</b>	<b>32,394,254</b>	<b>33,613,201</b>	<b>33,706,420</b>

**Apéndice 3: Variación del EVA**

<b>Años</b>	<b>EVA</b>	<b>Variación Anual</b>	<b>Análisis horizontal Interanual %</b>
<b>2015</b>	735,333,19		
<b>2016</b>	1,325,014,35	589,681,16	80%
<b>2017</b>	294,328,63	-1,030,685,73	-78%
<b>2018</b>	192,613,42	-101,715,21	-35%
<b>2019</b>	46,384,56	-146,228,86	-76%