

Mayo 25, 2010
FINANCIERA TFC S.A.

FINTFCC1

Recomendación de Inversión: La empresa cuenta con un crecimiento de la cartera crediticia influenciando positivamente los ingresos. Además cuenta con un plan agresivo para el 2010. Estar atentos si cotizan.

Precio de la acción (en Nuevos Soles)	2007	2008	2009
Utilidad Neta (PEN)	5.52	5.52	5.52
Acciones en Circulación	3,998,400	3,998,400	3,998,400
Utilidad por Acción (UPA)	0.1149	0.1644	0.1578

Valuación (en Miles de Nuevos Soles)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Flujo de Caja Libre	20,23						
VAN	9	21,251	22,313	23,429	24,601	25,831	27,122
		PEN 103,704					

Costo de Capital			
Tasa Libre de Riesgo	3.80%	Pasivo no Corriente (PNC)	PEN 134,054
Prima de Mercado	3.00%	Patrimonio (PAT)	PEN 29,102
Tasa Riesgo País	1.65%	Beta del Sector	0.84
Costo del Accionista (re)	10.25%		
CCPP	9.94%		

Perfil General de la Empresa

Ubicación: **Jirón Santorín 175 Santiago de Surco, Lima, Perú**

Industria: **Financiera**

Descripción: **La compañía ofrece y administra la operación de una cartera de productos financieros como créditos de consumo para personas naturales y micro empresas.**

Productos y Servicios: Créditos de Consumo, Créditos Hipotecarios, Créditos PYME, Crédito Comercial Inmobiliario, Crédito GNV.

Dirección de Internet:

Analistas:

Jorge Pineda Huertas
jorge.pineda@pucp.edu.pe
Mary Ann Sueyoshi Zamami
MSueyoshi@pucp.edu.pe
Oscar Urbano Grados
Oscar.urbano@pucp.edu.pe

Director de Investigación:

Eduardo Court
ecourt@pucp.edu.pe

Asesor:

Fabiola Leturia
fabiola.leturia@pucp.edu.pe

EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA ACCION

Financiera TFC solo presenta una cotización en la bolsa correspondiente al año 2007, debido a la emisión de acciones para la compra del 24% de las acciones por parte Merry Linch.

Tabla 1. *Única transacción en la BVL*

Valor: FINTFCC1									
Emisor: FINANCIERA TFC S.A.									
Fecha Cotización	Fecha Anterior	Cierre Anterios	Cierre Actual	Apertura Actual	Máxima Actual	Mínima Actual	Promedio Actual	Monto Negociado	Numero Acciones
31/07/2007			5.52	5.52	5.52	5.52	5.52	22,071,168.00	3998400

Nota: Conasev (2009). Cotizaciones por Valor

RESUMEN DE INVERSIÓN

Financiera TFC, proviene de la compra del 100% de acciones de capital social de Volvo Finance Perú por parte de LFLP Holdings LLC, empresa comercializadora de electrodomésticos constituida en los estados unidos y con operaciones en Argentina y Perú. En el 2008 tuvo la necesidad de capitalizar, mediante un bono corporativo el cual fue adquirido por Merrill Lynch, con el objetivo de reestructurar sus pasivos y financiar las operaciones de crédito.

Financiera TFC no ha tenido la necesidad de emitir nuevamente acciones para financiarse, así mismo sus acciones se caracterizan por su baja negociación puesto que no ha habido movimientos desde el 2007, esto quiere decir que sus accionistas desean mantener su inversión.

Con el objetivo de tener un estimado del valor actual de la empresa se ha procedido a valorizarla a través del método de Flujo de Caja Descontado, siendo este de PEN 103,704.

TESIS DE INVERSIÓN

Financiera TFC tiene un plan agresivo para convertir sus oficinas en agencias a nivel nacional para el año 2010, con el fin de mantener el crecimiento que su cartera bruta de colocaciones ha tenido en estos últimos años.

La experiencia del negocio por parte de su principal accionista y la definición clara de un modelo de negocio, lo que incluye un socio comercial con amplia base de clientes, la convierten en una empresa con perspectivas positivas en el rubro.

Desarrollo de planes de inversión, cuenta con un enfoque de negocio en nuevos sectores de la población que están en pleno crecimiento en densidad y en su nivel económico, lo que le permite contar con una cartera crediticia

de calidad y de crecimiento constante.

VALUACIÓN

Financiera TFC no cotiza en Bolsa pero se realizó un análisis de estimación de la acción calculando el Flujo de Caja Descontado. En este caso se han estimado los flujos de caja futuros para los próximos 10 años (2010 al 2019) mediante una tasa de crecimiento de perpetuidad de 5% obtenido de las expectativas de crecimiento del PBI en los próximos 2 años. Consiguiendo un valor de la empresa de PEN 103,704 descontado a una tasa de 9.94% anual. Para la elaboración del VAN se utilizaron los siguientes datos de la Tabla 2.

Tabla 2. *Consideraciones para el cálculo del*

CAPM		
1	Tasa libre de riesgo	3.80%
2	Prima de riesgo	3.00%
3	Riesgo País	1.65%
4	Beta ajustada	0.84
5	Costo de capital (apalancado)	10.25%
6	Deuda (Valor en libros)	143,294
7	Capital (Valor de mercado)	22,071,168
8	Deuda mas capital	22,214,462
9	Proporción de capital	0.65%
WACC (Tasa de descuento)		
10	Tasa del Impuesto	30%
11	Costo de la deuda antes de impue	5.48%
12	Costo de la deuda después de im	4.90%
13	WACC (después de impuestos)	9.94%

Nota: Elaboración propia

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

El Sistema Financiero peruano al cierre del año 2009 está conformado por 59 empresas financieras, dentro de las cuales se encuentran Bancos, Financieras, Cajas (Municipales y Rurales), EDYPYMES, Empresas de Arrendamiento Financiero y ONGs, el siguiente cuadro muestra la distribución al cierre del año 2009 (ver Tabla 3).

Tabla 3. *Distribución del Sistema Financiero peruano*

Distribucion del Sistema Financiero Peruano

Bancos	15
Financieras	6
Cajas municipales de Ahorro y Credito (CMAC)	13
Cajas Rurales de Ahorro y Credito (CRAC)	10
Entidades de desarrollo de Micro Empresas (EDYPYMES)	11
Empresas de Arrendamiento Financiero	4
TOTAL	59

Nota:Fuente Class y Asociados S.A. Calificadora de Riesgos, Febrero 2010

El Sector de las Microfinanzas ha tenido en los últimos años una expansión importante que va de la mano con el crecimiento que ha obtenido en país en el sector económico. Los Bancos buscan cambiar sus estrategias de crecimiento hacia este nuevo sector (microfinanzas) buscando nuevas oportunidades ya sea mediante su cartera o comprando nuevas carteras de colocaciones, en el siguiente cuadro mostramos el resultado en cifras del Sector Financiero al cierre del año 2009 (ver Tabla 4).

Tabla 4. *Resultados del Sector Financiero al cierre del año 2009*

Dic-09	Activos	Coloc.Brutas	Vigentes	Atrasadas *	Depositos	Patrimonio
Bancos	144,224,728	92,397,306	89,897,509	2,499,797	101,470,453	14,719,899
Financieras	3,968,712	3,535,120	3,317,855	217,265	1,213,538	1,209,825
CMAC	8,711,134	6,942,617	6,476,368	466,249	6,092,735	1,338,824
CRAC	1,803,925	1,386,118	1,298,434	87,684	1,175,203	259,630
EDPYMES	1,028,278	865,007	813,129	51,878	0	242,781
Leasing	708,991	657,741	637,393	20,348	0	164,685
TOTAL	160,445,768	105,783,909	102,440,688	3,343,221	109,951,929	17,935,644

Nota: Fuente Class y Asociados S.A. Calificadora de Riesgos, Febrero 2010

Asimismo, la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS) informó que los créditos (comerciales) fueron los únicos que registraron una disminución con relación al año pasado debido principalmente a la caída del tipo de cambio durante al año 2009, por lo cual los créditos comerciales fueron migrados a moneda nacional.

El ejercicio 2009 fue un año de retos para el sistema financiero local, particularmente la banca, tuvo el desafío de continuar apoyando a sus clientes para apoyarlos en la crisis y que está no sea un impedimento grave para continuar operando, lo que hubiese originado una estancamiento de la economía frenando su crecimiento.

La cartera bruta de colocaciones durante el año 2009 registro un crecimiento de 8.7% la cual fue menor al promedio registrado en los últimos 3 años la cual registro un promedio de 17.4% de crecimiento.

El sistema bancario en total durante el año 2009 creció en un 5.5% frente al

25% promedio de crecimiento de los últimos 3 años, este crecimiento fue claramente superior al crecimiento del PBI del 2009.

En particular las carteras comerciales y carteras hipotecarias presentaron un crecimiento debido a que las empresas necesitaron del apoyo del sistema financiero para seguir realizando operaciones debido a los programas de estímulo entregados por el gobierno para desarrollar proyectos de vivienda con la finalidad de fortalecer el sector construcción.

Debido a los problemas de del sistema financiero exterior la cartera problema (vencida, refinanciada y/o reestructurada), sufrió un incremento del 52,1% durante todo el 2009. Esto no ocasiono que la cartera morosa se dispare y solo tuvo un incremento de 1 punto es decir pasando de 2.3% logrado en el 2008 contra 3.3% que fue lo que se origino en el año 2009. Debido a los lineamientos de la SBS y la gestión establecida por las instituciones financieras durante el 2009. Esta información se muestra en el cuadro adjunto (ver Figura 1).

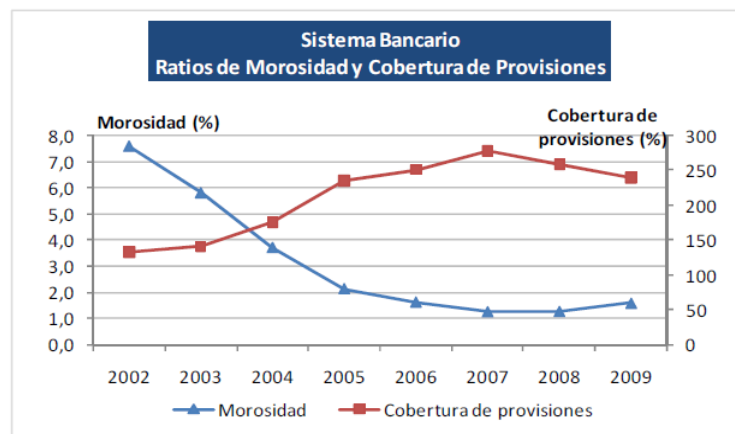


Figura 1. Ratios de Morosidad

Nota: Memoria 2009 TFC, Febrero 2010

El crecimiento del sistema financiero en los últimos años ha estado acompañado por una prudente política de provisiones especialmente aplicado por los bancos comerciales. Ello ha permitido que el sistema financiero local mantenga una cobertura superior a 100% de la cartera atrasada, refinanciada y reestructurada. De esta manera se ha podido enfrentar desde una mejor posición, los mayores requerimientos de constitución de provisiones que se presentaron durante el año 2009, con el incremento de la cartera de alto riesgo, así como con la obligatoriedad determinada por la SBS, de constituir provisiones pro-cíclicas.

Paralelo al importante crecimiento de las colocaciones durante los últimos años, se observó una evolución positiva en el ahorro, con una creciente captación de recursos del público, como principal fuente de fondeo del

sistema financiero local. Se observó también, en forma similar al comportamiento de las colocaciones, una disminución del crecimiento de depósitos en el año 2009 debido a la coyuntura que afectó la confianza en las instituciones financieras internacionales, y de manera más gradual, en el sistema local.

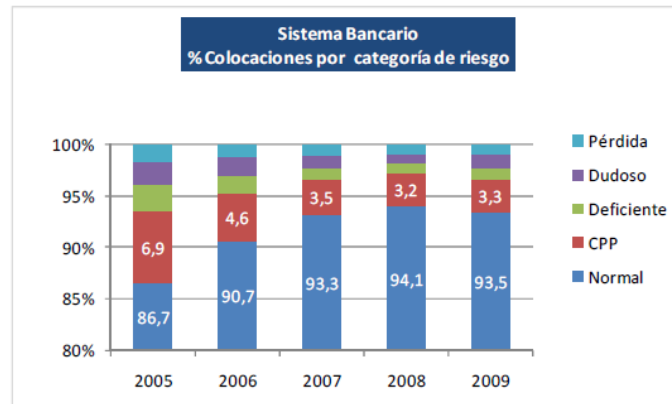


Figura 2. Porcentaje de Colocaciones por categoría

Nota: Memoria 2009 TFC, Febrero 2010

El 90% de depósitos del sistema se encuentra en la banca comercial y en total el sistema financiero local ha generado una utilidad neta de S/. 3.6 mil millones, nivel similar a los resultados del ejercicio previo y que significó un crecimiento de 3.0% al cierre del 2009, este crecimiento fue liderado por la rentabilidad de las CMACs, CRACs y empresas financieras.

Análisis de la Industria Financiera, utilizando el Modelo de las Cinco Fuerzas Competitivas de Michael Porter

1. La amenaza de Entrada

- ✓ Marco de reglamento que permite la libre competencia y asegure la fortaleza del sistema de las Microfinanzas a pesar de ser más riesgosas y costosas pero de muy importantes para las nuevas empresas (emprendedoras) que se encuentran en fase de crecimiento.

2. Poder de Negociación de los Proveedores

- ✓ El Sector financiero peruano tiene como proveedor al BCR y al propio Sistema Financiero local, para el año 2009 debido a la crisis el sistema estuvo muy cauteloso y las negociaciones se realizaron de manera restrictiva tratando buscando disminuir el riesgo de transacción en el mercado interbancario.

3. Poder de Negociación de los Compradores

✓ El poder de negociación de los compradores en el año 2009 fue totalmente diferentes a los últimos 3 años en los cuales el poder del comprador era sumamente fuerte y podía exigir a las instituciones financieras variedad de productos y escoger entre productos de varias instituciones, debido al auge de crecimiento de los años 2006 al 2008. Sin embargo, en el 2009 el panorama cambió drásticamente debido a la crisis financiera mundial, las instituciones financieras en el Perú estuvieron muy cautelosas con la colocación de créditos a carteras de sectores con mayor riesgo como consecuencia de la crisis financiera.

4. Disponibilidad de Sustitutos

✓ En el 2009 existen 59 empresas financieras en el Perú las cuales se especializan en diferentes segmentos y ofertan nuevos productos con el único objetivo de ganar participación en el mercado, si bien para las personas naturales y jurídicas esto es una ventaja, también existe el factor riesgo que permitirá escoger el producto o combinación de productos que el cliente necesita.

5. Rivalidad Competitiva

✓ Cada día el Sistema financiero peruano es más organizado y profesional, por lo cual cada día el mercado es más competitivo y ofrece nuevas alternativas de productos que son del gusto de los clientes. Debido al crecimiento del sector empresarial en el Perú es una oportunidad latente para todo el sector financiero que se ajustará a las necesidades de las empresas y público en general.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Financiera TFC S.A. fue constituida el 14 de febrero de 1997 como Volvo Finance Perú S.A., siendo subsidiaria de Volvo Finance Holding BV. Su objetivo inicial fue realizar operaciones de arrendamiento financiero y financiamiento a plazos de bienes de la marca VOLVO. En Diciembre del 2005, mediante resolución de la SBS, se autoriza la transferencia de acciones a LFLP Holdings LLC y al Sr. M. Ignacio Vivanco. En Julio del mismo año cambian de nombre a Financiera TFC S.A. e inicia sus operaciones con la finalidad de financiar las compras de los clientes de las tiendas La Curacao, tienda de electrodomésticos y artículos para el hogar vinculada también a Total Artefactos S.A.

El segmento socioeconómico en el que operaba la compañía inicialmente era empresas y clientes del sector socioeconómico A que deseaban facilidades para adquirir un vehículo marca VOLVO. Volvo Finance Perú S.A. vende sus acciones a la empresa LFLP Holdings LLC que se dedicaría a realizar gestiones de cobranza para recuperar su cartera de créditos. En el año 2006 luego del cambio de denominación social se aprobó la modificación de las actividades de la compañía las cuales comprendieron el

financiamiento a personas naturales a través de créditos de consumo.

En Julio del 2007, ingresó dentro del accionariado la empresa Merrill Lynch, importante empresa financiera internacional dedicada a la gestión de patrimonios.

La empresa cuenta con un capital social, hasta el año 2009, de S/. 23'390,776. Su oficina principal en el Jirón Santorín N° 175, Urbanización El Vivero, distrito de Santiago de Surco, provincia y departamento de Lima. Actualmente opera en 75 puntos de atención con presencia en Lima y provincias, estos puntos se encuentran ubicados en las tiendas La Curacao y Total Artefactos.

La estrategia de marketing utilizada por la empresa es la de Fuerza de Ventas distribuidas a nivel nacional a través de sus oficinas. En donde para cada oficina se encuentra un promotor, un inspector y un cobrador. Para el 2008, se modificó la estructura comercial, creando oficinas especiales en cada una de las tiendas. Estas se encuentran ubicadas y distribuidas dentro de las tiendas La Curacao y de su aliado comercial Total Artefactos S.A., Maxibodegas y Supermercados Costo.

El principal negocio de Financiera TFC es el otorgamiento de facilidades crediticias a personas naturales para la adquisición de productos para el hogar como artefactos y electrodomésticos vendidos a través de la tienda La Curacao. En el 2007, lanzó su tarjeta de crédito denominada “Única”, tarjeta que utilizan los clientes sólo en las tiendas de La Curacao en alianza con el Banco Scotiabank. Producto que se modificó en el 2008 lanzando la tarjeta de crédito de marca compartida, afiliada a la red Mastercard Internacional, con el objetivo de incrementar los créditos de consumo.

Actualmente Financiera TFC cuenta con diversos productos: Crédito Directo, Créditos PYME, Crédito GNV (Orientado a financiar la conversión del sistema de combustible de gasolina a gas), Crédito GNV-Auto nuevo, Crédito Hipotecario – Techo Propio, Crédito Hipotecario MiVivienda y Crédito Comercial Inmobiliario.

A partir del 2009, Financiera TFC comenzó a ofrecer certificados de depósitos, ampliando su base de financiamiento a personas naturales.

Dentro del mercado financiero, Financiera TFC tiene la mayor participación de mercado en el producto de Créditos comerciales con un 42.64% del mercado. Sin embargo en el sector de microempresas y créditos de consumo.

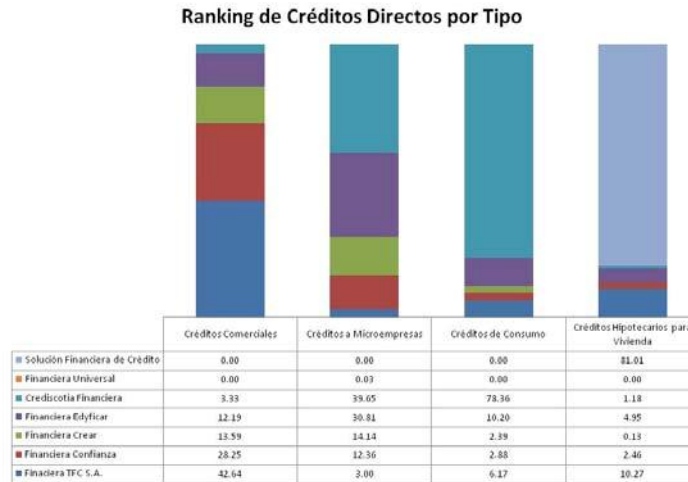


Figura 2. Ranking de Créditos Directos por Tipo

Fuente: SBS, Febrero 2010/Elaboración: Propia

Durante el 2009, a raíz de la crisis internacional, Financiera TFC se planteó una revisión integral de sus productos comerciales derivando en importantes cambios en la estrategia de negocios.

- ✓ El primer cambio consistió en cambiar las Tarjetas de Crédito a Créditos convencionales amortizables bajo el sistema de cuotas fijas. Adicionalmente se implementó un nuevo esquema de cobranza logrando mejorar los cumplimientos de pago y una reducción del nivel de morosidad y por consecuencia una menos provisión.
- ✓ Se implementó la mesa de tesorería para gestionar los activos y pasivos de la Financiera, logrando una reducción sustancial del costo de los pasivos así como la generación de fondos para el crecimiento comercial de la financiera.
- ✓ Se incrementaron las colocaciones, los cuales se financiaron con nuevos depositantes.

Actualmente, se encuentran buscando la diversificación su cartera de créditos, ingresando al mercado de créditos hipotecarios (comerciales). Adicionalmente, a través de los créditos GNV y nuevos créditos para la adquisición de motos, entre otros, la Financiera busca incrementar su participación en el mercado de créditos especialmente en las empresas PYME.

ANÁLISIS DE LOS COMPETIDORES

El mercado de Microfinanzas de Perú, en el año 2009, estuvo conformado por un total de cuarenta empresas entre las que encontramos Cajas Municipales (CMAC), Cajas Rurales (CRAC), EDPYME, Empresas Financieras y un banco en este caso MiBanco que se dedica exclusivamente a microcréditos (Ver tabla 5).

Tabla 5. Instituciones de Microfinanzas en el Perú

CMAC	Instituciones Financieras			
	CRAC	Edpyme	Bancos	Financieras
CMAC	CRAC Cajamarca	Alternativa	Mibanco	Financiera Edyficar
CMAC Arequipa	CRAC Chavín	Efectiva		Credi Scotia
CMAC Cusco	CRAC Sipán	Confianza		Financiera Financiera
CMAC Del Santa	CRAC Libertadores de Ayacucho	Crear Arequipa		
CMAC Huancayo	CRAC Los Andes	Acceso Crediticio		
CMAC Ica	CRAC Nuestra Gente	Credivisión		
CMAC Maynas	CRAC Profinazas	Nueva Visión		
CMAC Paíta	CRAC Prymera	Proempesa		
CMAC Pisco	CRAC Credinka	Pro		
Negocios CMAC Piura	CRAC Señor de Lunes	Raíz		
CMAC Sullana		Solidaridad		
CMAC Tacna		Micasita		
CMAC Trujillo		Credijet		
CMAC Credito Popular Lima				

Nota: Pacific Credit Rating, junio 2009 (www.ratingspcr.com)

El sector de microfinanzas, en el Perú, está logrando un rápido avance gracias a instituciones serías y profesionales. Este crecimiento es debido a una diversidad de factores: la dificultad de acceso al crédito, la situación económica y el alto nivel del pobreza del país han contribuido a incrementar la demanda de las empresas del sector Microfinanzas.

Análisis de las principales cuentas

Activo

Las instituciones de Microfinanzas para el año 2009 mantuvieron su tendencia creciente del 36% de las cuentas de sus activos con respecto al periodo anterior (junio 2008 a junio 2009), las Financieras obtuvieron un crecimiento con un 19%, las EDPYME un 34.83%, las CMAC crecieron en 28.10%, Mibanco creció 51.33% y CRAC crecieron 35.11%. (ver figura 3).

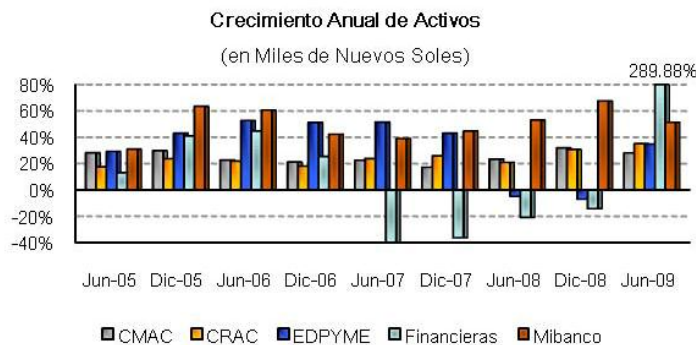


Figura.3. Crecimiento de Activos

Nota: Pacific Credit Rating, junio 2009 (www.ratingspcr.com)

En el Mercado de colocaciones directas del sector de microfinanzas alcanzó un 37.20% más a lo obtenido en junio 2008 y para el rubro de los créditos directos las instituciones con mayor crecimiento fueron las

Cajas Municipales con un 45% de participación, Mibanco y las Financieras alcanzaron casi un 20% (Ver Figura 4).

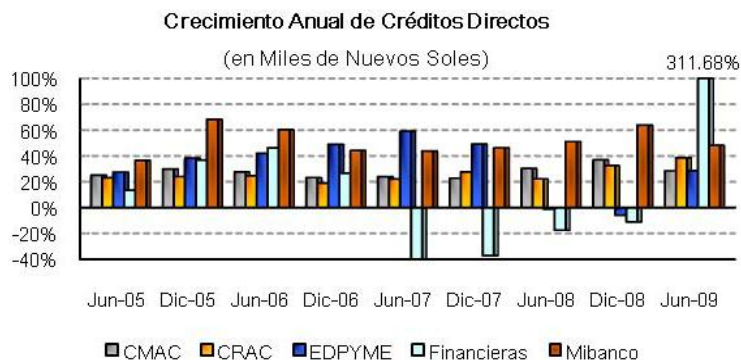


Figura 4. Crecimiento de Créditos Directos

Nota: Pacific Credit Rating, junio 2009 (www.ratingspcr.com)

Pasivo

Los depósitos presentaron un crecimiento 30.34% a fines del 2009, las CMAC obtuvo un 57%, Mibanco 19.07% , las Financieras 13.68% y CRAC 10.25% .

Debido a la libre disponibilidad temporal de la CTS y posterior intangibilidad de la CTS (Ley 29352) la captación de depósitos en el 2009 han aumentado.

Patrimonio

En lo que respecta al patrimonio del Sistema Financiero de Microfinanzas la mayor participación la tiene el grupo de las cajas municipales y representa el 52% del total del sector seguida por la participación del grupo de las financieras con un 15% (Ver figura 5)

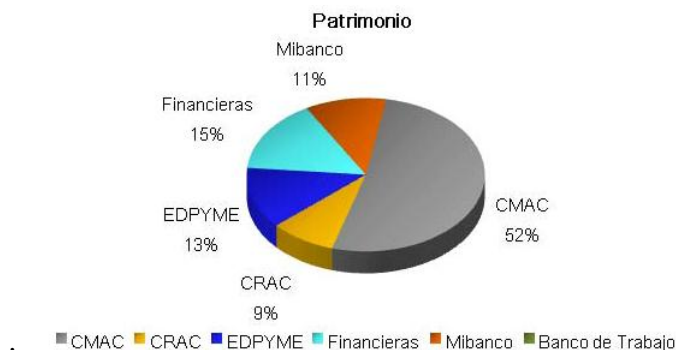


Figura 5. Patrimonio

Nota: Pacific Credit Rating, junio 2009 (www.ratingspcr.com)

Análisis Financiero

Rentabilidad

El margen financiero tiene una tendencia a la disminución (ver figura 6) con respecto al periodo junio 2008 a junio 2009, las empresas más golpeadas fueron las Financieras. Las EDPYMES lograron un 77.9% las Financieras y Mibanco 77.3%, las Cajas Municipales con 72.92% y las Cajas Ruarles con 71.38%.

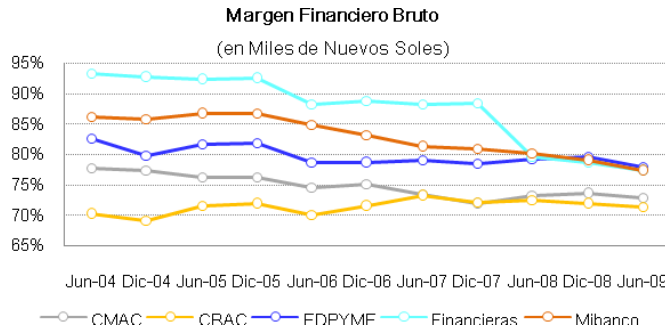


Figura 6. Margen Financiero

Nota: Pacific Credit Rating, junio 2009 (www.ratingspcr.com)

La rentabilidad sobre el patrimonio de todas las empresas del sector se ha reducido (ver figura 7), las Financieras han logrado un ROE negativo de -14.86%. Mibanco logro obtener 13.55%, las cajas municipales 9.76%, Las Cajas Rurales 6.89% y las EDPYME 6.39%.

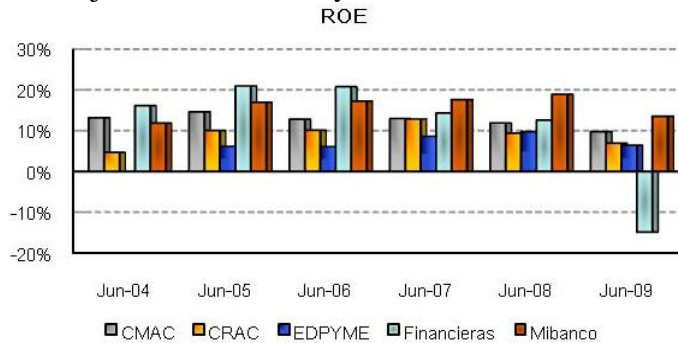


Figura 7. ROE

Nota: Pacific Credit Rating, junio 2009 (www.ratingspcr.com)

Calidad de Cartera

A mediados del 2009, la morosidad del sector fue de 4.7% en promedio. Las Financieras presentaron 5.98%, 4.9% obtuvieron las CMAC y EDPYME y MiBanco logró un 2.95% de morosidad (Ver figura 8).

Morosidad del Sector Microfinanciero

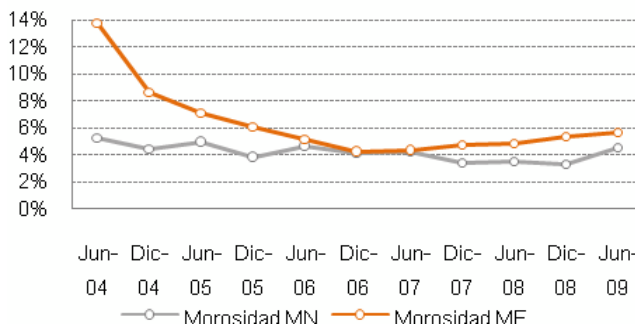


Figura 8. Morosidad del Sector

Nota: Pacific Credit Rating, junio 2009 (www.ratingspcr.com)

Solvencia

A junio 2009, el apalancamiento global del sector fue de 5.34 veces mayor al 4.91 registrado en el mismo periodo del año anterior (ver figura 9).

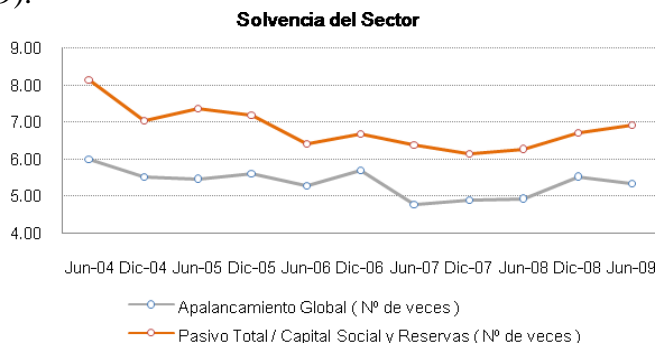


Figura 9: Solvencia del Sector

Nota: Pacific Credit Rating, junio 2009 (www.ratingspcr.com)

Eficiencia

En el rubro de eficiencia Mi Banco ha logrado disminuir 5 puntos con respecto al año anterior y ha logrado mejorar su eficiencia en un 35% (los gastos financieros versus los ingresos financiero y de servicios), las financieras han logrado un 47% (ver Figura 10).

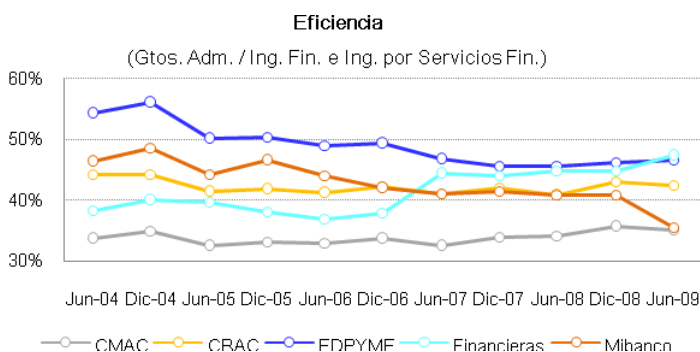


Figura 10. Eficiencia del Sector

Nota: Pacific Credit Rating, junio 2009 (www.ratingspcr.com)

Competencia Directa

Financiera Edyficar S.A., (“Edyficar” o “la Financiera”), inició sus operaciones bajo la forma de EDPYME en enero de 1998. Edyficar tiene como actividad principal, captar recursos para otorgar créditos a las microempresas (MES), contando con un nivel de colocaciones de 10.8%, depósitos de 8.3% e ingresos financieros de 20.8%, del sistema de financieras al cierre del 2009.

CrediScotia Financiera S.A. (“CrediScotia” o “la Financiera”) inició formalmente sus operaciones en el Perú en febrero del 2009, contando con el historial de operaciones correspondiente a la experiencia del Banco del Trabajo, adquirida en 15 años de actividades en el país, especializándose en el mercado de las microfinanzas y en banca de consumo, contando con un nivel de colocaciones netas de 49.6%, depósitos de 87.4% e ingresos financieros de 54.1%, que la ubican en la primera posición dentro del sistema de financieras al cierre del 2009.

El Banco de la Microempresa (“Mibanco”) ofrece todos los servicios como banca múltiple, con niveles en el mercado peruano de colocaciones de 1.81%, depósitos de 2.41% e ingresos financieros de 6.17%, que lo ubican en la quinta posición en el sistema financiero nacional al cierre del 2009. Mibanco es una institución líder en el mercado.

Ratios Expuestos

Se analizaron los EEFF de las 3 empresas de competencia directa de Financiera TFC y se construyeron los siguientes ratios: (Ver tabla 6).

Tabla 6. Ratios Expuestos

	Mi Banco	Edyficar	CrediScotia	Fin. TFC
Utilidad Neta / Ing. Financieros	11.53%	10.75%	-0.0119	6.13%
Mg. Operac. Financ. / Ing. Financieros	79.07%	75.23%	82.23%	8.32%
Resul. Operac. neto / Activos Prod.	13.34%	9.98%	17.21%	2.33%
Resul. Operac. neto / Capital	19.89%	85.76%	11.21%	20.70%
Utilidad Neta / Activos Prod.	3.37%	3.40%	-0.53%	1.77%
Utilidad Neta / Capital	50.29%	29.26%	-3.45%	15.78%
ROE	32.80%	50.29%	-8.40%	12.68%

Nota: Elaboración propia.

Los ratios financieros de MiBanco y Financiera Edyficar muestran un buen desempeño durante el año 2009 mientras que CrediScotia presenta ratios financieros bajos con relación a la competencia debido a su nueva administración.

DESEMPEÑO Y CONOCIMIENTO DE LA GERENCIA

Desde el ingreso de Merrill Lynch como accionista de la Financiera TFC, en la Junta General de Accionistas, celebrada el 13 de Agosto del 2007, se acordó que el Directorio estuviera conformado por ocho miembros de los cuales dos representaría a Merrill Lynch.

En Febrero del 2008 se acepta la renuncia del Sr. Michael E. Lucent, quien venía desempeñándose como representante de Merrill Lynch, y fue reemplazado por la Sra. Catalina M. Hayata. Así mismo en el 2009, en Junta General de Accionistas se ratificó a siete de los miembros del Directorio, ingresando en reemplazo del Sr. Francisco García-Calderón Portugal el Sr. Eugenio Bertini Vinci.

En Febrero del 2007, se creó el área de Sistemas producto de la disensión del Departamento de Sistemas del Área de Administración y Finanzas. En este cargo se nombró al Sr. Jorge Angeles Lanyi. Así mismo en Agosto del mismo año se eleva el Departamento de Recursos Humanos al nivel de Gerencia quedando a cargo de la Sra. Rosario Soto Tam, en el año 2008 la funcionaria presenta su renuncia voluntaria quedando como reemplazo el Sr. Martín Castillo Silvia. Otro cambio en la organización fue la renuncia del Sr. Miguel Angel Flores Valdivia, quien ejercía el cargo de Contador General, quedando en su reemplazo la Sra. Marleni Eliana Miranda Camino y posteriormente el Sr. José Luis Velásquez Serpa.

En el 2009 se nombró al Sr. Gneomar Natzmar Medina como Gerente de Planeamiento de la Producción, unidad que existía en un nivel inferior como departamento. En este mismo año se aceptó la renuncia del Sr. Armando Villacorta Cavero, que venía desempeñándose como Gerente del Área de Administración y Finanzas, entrando en su reemplazo el Sr. Oscar Remigio Lozán Luyo. Así mismo en el 2009 se aceptó en sesión de Directorio la renuncia del Gerente General, el Sr. Manuel Ernesto Paulette Falco, quien estuvo en el cargo desde el 2006, en su reemplazo ingresó el Sr. Pablo Quiroga Persivale. Actualmente en Febrero del 2010 se incorporó el Sr. Luis Caycho Chang como Gerente de Canales de Distribución.

La organización de la institución quedó compuesta por nueve áreas operativas: Administración y Finanzas, Riesgos, Planeamiento, Operaciones-Cobranzas-Inspección, Comercial, Sistemas, Canales de

distribución, Recursos Humanos y Negocios Hipotecarios. (Ver Tabla 7)

Tabla 7. *Directores y Principales Ejecutivos*

Directores y Principales Ejecutivos		
Directores	Principales Ejecutivos	
Giraldo Leyva Ríos (Presidente)	Pablo Quiroga Persivale	Gerente General
Giraldo Leyva Albelo	Oscar Lozán Luyo	Gerente de Administración y Finanzas
Aurelio Leyva Albelo	Eduardo Navarro Otani	Gerente de Riesgos
Manuel Ignacio Vivanco Velando	Gneomar Natzmar Medina	Gerente de Planeamiento
Edgard Coquis Fernández-Dávila	María Martínez Serra	Gerente de Operaciones, Cobranzas e Inspección
Eugenio Bertini Vinci	Silvia Martín Castillo	Gerente de Recursos Humanos
Catalina María Hayata	José Luis Velásquez Serpa	Contador General
Brian Keith Weinstein	Álvaro Salas Velarde	Gerente Comercial
	Jorge Ángeles Lanyi	Gerente de Sistemas
	Juan Carlos Hurtado Olarte	Gerente de Negocios Hipotecarios
	Luis Caycho Chang	Gerente de Canales de Distribución
	Alfredo Rivas Santos	Auditor Interno interino

Nota: Class Asociados S.A., Febrero 2010 (<http://www.classrating.com/TFC.pdf>)

No se tiene conocimiento aún de posibles planes de sucesión respecto a los dueños de la compañía.

ANÁLISIS DE LOS ACCIONISTAS

Luego del aumento producido por capitalizaciones realizado en abril del 2009 por S/. 3.39 millones, el patrimonio de TFC quedó conformado por 23,776 de acciones comunes, distribuido principalmente entre dos de los principales accionistas que poseen el 93.29%, y por otros accionistas con 6.71% de participación (Ver tabla 8).

Tabla 8: *Accionistas al 30 de marzo del 2010-05-24*

Accionistas	%
LFLP Holdings LLC	68.30
Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc	24.99
Otros	6.71

Nota: Class Asociados S.A., Marzo 2010 (<http://www.classrating.com/TFC.pdf>)

LFLP Holdings es una empresa domiciliada en EE.UU., que en el Perú es accionista mayoritaria de Financiera TFC; de Total Artefactos S.A., empresa propietaria y operadora de la cadena de tiendas La Curacao; de Constructora y Promotora Total S.R.L.; de TF Soluciones S.A.C.; y de Total Inmuebles S.A.C.

Merrill Lynch ingresó al accionariado de TFC en agosto del 2007, al formalizar el acuerdo de compra de un paquete de acciones de propiedad de LFLP, que representaban 24.99% del capital social de TFC. A la fecha, TFC mantiene adeudos con Merrill Lynch Credit Products LLC por un monto de S/. 80 millones.

ANÁLISIS DE RIESGO

En setiembre del 2008, Merrill Lynch fue adquirida por Bank of América, y a partir de enero del 2009, entró en vigencia el acuerdo de fusión sostenido entre Merrill Lynch & Co. y Bank of America, mediante el cual se ha fusionado una subsidiaria de Bank of América con Merrill Lynch, por lo que Bank of América es ahora propietario de 100% de las acciones de Merrill Lynch.

Financiera TFC S.A. cuenta con un Manual de Riesgo Crediticio y Política de Créditos para créditos de consumo que otorga en todo el país. Dicho financiamiento es tanto en moneda nacional como en moneda extranjera (dólares) para productos como electrodomésticos, muebles, computadoras, productos de fuerza y motos lineales; y estará dirigido a todo tipo de cliente, se encuentre bancarizado o no y pueda o no sustentar sus ingresos (los ingresos a sustentar por el cliente pueden provenir tanto de fuentes formales como informales).

El riesgo que implica el negocio de crédito de consumo, el cual es sensible ante variaciones en el ingreso y, por ende, a la situación económica.

El total del fondeo de la Financiera al 31 de diciembre de 2009 creció 7.6% con respecto a tercer trimestre del mismo ejercicio, debido principalmente a un incremento de S/. 12.21 millones de depósitos a plazo (+35.4%).

El fondeo de largo plazo está asociado al uso de la líneas de crédito otorgadas por COFIDE bajo el programa COFIGAS, así como por el Fondo MIVIVIENDA para los créditos hipotecarios, que conjuntamente representan el 20.6% de la estructura de fondeo de la Financiera.

Asimismo, la principal fuente de financiamiento proviene de la emisión de un bono en setiembre de 2008 por un monto de S/. 80 millones. El promedio de costo de fondos en el cuarto trimestre del ejercicio 2009 disminuyó en 100 puntos básicos explicado principalmente por la captación de nuevos depósitos a plazo y obtención de líneas de créditos en el sistema financiero a un menor costo.

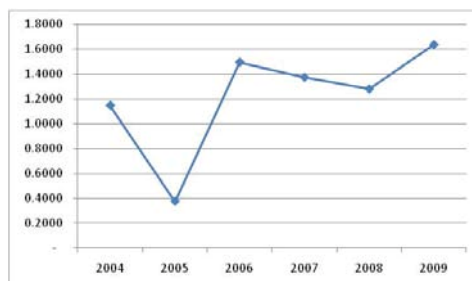


Figura 12. Apalancamiento Operativo

Nota: Elaboración propia.

El apalancamiento operativo suele tomarse como un ratio de cuanto producen los activos sobre su valor. Es el grado de cuanto varia la utilidad operativa en cuanto ante una variación en los ingresos. Para Financiera TFC vemos en los últimos 6 años que, salvo por el 2005, este grado va en aumento, lo que significa que se están generando o incrementando mucho más los ingresos que los costos por capital y que la utilidad operativa va en aumento (Ver figura 10).

La regulación mediante la cual está enmarcada TFC, es la Ley General de Banca y Seguros (Ley 26702), supervisada por un organismo estatal: Superintendencia de Banca, Seguros y Administradora de AFP. No ha habido cambio fuerte en la regulación base de este tipo de negocio. Una de las últimas fue la Ley de Transparencia y se encuentra en proyecto de implementación el Nuevo Acuerdo de Basilea II.

RESULTADOS FINANCIEROS Y PROYECCIONES

Los supuestos utilizados para las valorizaciones y opiniones descritos en este informe incluyen (Ver Tabla):

Tabla 9: *Supuestos utilizados para las valorizaciones*

Variables macroeconómicas

PBI de 5%

Tipo de cambio con tendencia a la baja

Inflación de 2%, dentro del rango esperado por el BCRP

Proyección de los flujos con variación de 5% perpetuo

Incremento en el resultado neto del ejercicio

Disminución de Pasivos

Aumento de Activos

Aumento del efectivo y equivalente proveniente de las actividades de operación

Disminución del efectivo y equivalente proveniente de las actividades de inversión

Disminución del efectivo y equivalente proveniente de las actividades de financiamiento

Nota: Elaboración propia

Se proyecta un incremento de 5% perpetuo del efectivo y equivalente proveniente de las actividades de operación, esto suponiendo un incremento en la depreciación y amortización, así como en la provisión

en la cartera de créditos. Por otro lado se asume una amortización de pasivos e inversión en otros activos. Esto sobre la base del estimado de crecimiento del PBI para los próximos 2 años, emitido por el BCRP.

Trayendo a valor presente los flujos proyectados, con un costo de capital de 9.94%, podemos apreciar que la empresa tiene un valor de PEN 103,704 siendo este 4.5 veces mayor que su patrimonio.

PBI y Demanda Interna

El PBI tuvo un descenso fuerte en el 2009, alcanzando 3.4% en el cuarto trimestre respecto al mismo período del año anterior y una variación porcentual de 0.9% respecto al año base (1994).

Según información revisada correspondiente a la encuesta publicada por el BCRP (Mayo, 2010) las expectativas de PBI para el 2010 y 2011, dado por el Sistema Financiero, ascienden a 5,5% a 5,8% respectivamente apoyada en la recuperación de la demanda interna, en especial por la inversión privada que se basa en un panorama de mayores términos de intercambio y mejora de las expectativas.

Uno de las partes más volubles del gasto cuando hay periodos de auge y caída de la economía es la inversión privada. La presencia de un conjunto importante de proyectos de inversión es un sólido argumento de la economía peruana, esto aunado con las expectativas optimistas de empresarios, predice una recuperación rápida de la inversión privada, que crecería 8,8 en el 2010 y 9,0 en el 2011

TIPO DE CAMBIO

El tipo de cambio nominal, en promedio anual, se incrementó en el 2009 cerrando el año con un promedio de 3.012 soles por dólar.

Las expectativas con respecto al tipo de cambio es acompañar la depreciación del dólar, para el 2011 se espera tener un tipo de cambio de 2.8 soles por dólar.

INFLACION

En el 2009 la inflación se situó debajo de la meta, registrándose a diciembre una tasa de 0,25 por ciento. Desde enero del 2010 se ve una tendencia creciente de la inflación, igual por debajo del rango meta. A febrero del mismo año, esta fue de 0,8 por ciento, originada por la subida de precios de los combustibles y algunos alimentos. La inflación esperada para el 2010 es entre 2% y 3%.

TASA DE INTERES

El BCR ha venido garantizando los niveles de liquidez del sistema financiero, por ello ha reforzado el impacto en la baja de su tasa de

referencia con respecto a las tasas de interés que tiene el mercado, lo cual lleva a un descenso continuo de la tasas de créditos comerciales. Dado el riesgo inherente de los créditos de consumo y préstamos a microempresas la reducción es menor.

Perspectivas Microeconómicas

El mercado de Tarjetas de Crédito a nivel empresas financieras es dominado por Crediscotia (Ex Banco del Trabajo). TFC apenas tiene una participación el 1%. La recién creada Financiera Uno (Oechsle), tiene apenas 0.12%.

Al medir las empresas financieras por sus indicadores y uno en especial de Rentabilidad (IF/IT), vemos a Financiera TFC como una de las empresas arriba del promedio del sector (88.82).

No se cuentan con contactos directos en la empresa, por lo cual se solicitó una carta de presentación a Centrum para realizar la entrevista.

VISITA A LA EMPRESA

Investigación Externa Independiente.

Se encontraron diversas fuentes de información realizadas desde diversos enfoques. Algunos de ellos son:

- Análisis e Informe de Benchmarking de las microfinanzas en el Perú de Enero del 2010 por Microfinancing Information Exchange (MIX), recolecta información y establece comparaciones más amplias.
- Informe sobre la clasificación de riesgos para la empresa Financiera TFC de febrero del 2010 por Class & Asociados S.A.
- Informe del sector de Microfinanzas en el Perú realizado en el mes de enero del 2010 por Pacific Credit Rating.
- Análisis de Riesgos de Financiera TFC S.A., elaborado por Pacific Credit Rating de setiembre del 2009.
- Microfinanzas en Perú: Desafíos y Posibilidades, investigación realizada por Sara Sotelo (2008). Elaborado por el Economist Intelligence Unit con el apoyo del BID y la CAF. Este informe presenta una análisis de la calidad del marco regulatorio, clima de inversión y desarrollo institucional.

Tabla 10. *Balance General*

ACTIVO TOTAL

DISPONIBLE

Caja

Banco Central de Reserva del Perú

Bancos y otras empresas del sistema financiero del país

Bancos y otras instituciones financieras del exterior

CARTERA DE CREDITOS

Cartera de Créditos Vigentes

Cartera de Créditos Refinanciados

Cartera de Créditos Vencidos

Cartera de Créditos en Cobranza Judicial

Rendimientos Devengados de Créditos Vigentes

(-) Provisiones para Créditos

CUENTAS POR COBRAR

Otras Cuentas por Cobrar

INMUEBLES, MOBILIARIO Y EQUIPO (NETO)

IMPUESTO A LA RENTA Y PARTICIPACIONES DIFERIDAS

OTROS ACTIVOS

PASIVO

OBLIGACIONES CON EL PÚBLICO

Obligaciones por Cuentas a Plazo

Otras Obligaciones

Gastos por Pagar de Obligaciones con el Público

ADEUDOS Y OBLIGACIONES FINANCIERAS A CORTO PLAZO

Adeudos y Obligaciones con el Banco Central de Reserva del Perú

Adeudos y Obligaciones con Empresas e instituciones financieras del país

Adeudos y Obligaciones con Empresas del Exterior y Organismos Financieros del Exterior

Otros Adeudos y Obligaciones del país y del exterior

Gastos por Pagar de Adeudos y Obligaciones Financieras

CUENTAS POR PAGAR

Otras Cuentas por Pagar

Gastos por Pagar de Cuentas por Pagar

IMPUESTO A LA RENTA Y PARTICIPACIONES DIFERIDAS

OTROS PASIVOS

PATRIMONIO

Capital social

Capital adicional

Reservas

Ajustes al Patrimonio

Resultados Acumulados

Resultado Neto del Ejercicio

Tabla 11. *Flujo de Caja Projectado (en Miles de Nuevos Soles)*

	2007	2008	2009	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	1,838	3,287	3,692	3,877	4,070	4,274	4,488	4,712	4,948	5,195	5,455	5,728	6,014
AJUSTES AL RESULTADO NETO DEL EJERCICIO				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Depreciación y amortización del periodo	684	737	1,038	1,090	1,144	1,202	1,262	1,325	1,391	1,461	1,534	1,610	1,691
Provisión para Cartera de Créditos	6,480	10,075	22,395	23,515	24,690	25,925	27,221	28,582	30,011	31,512	33,088	34,742	36,479
Otros		-6,106		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
CARGOS Y ABONOS POR CAMBIOS NETOS EN EL ACTIVO Y PASIVO				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aumento (disminución) en Otros Pasivos	478	13,308	-2,369	-2,487	-2,612	-2,742	-2,880	-3,024	-3,175	-3,333	-3,500	-3,675	-3,859
(Aumento) disminución en Otros Activos	-10,173	52,344	-4,517	-4,743	-4,980	-5,229	-5,490	-5,765	-6,053	-6,356	-6,674	-7,007	-7,358
A: AUMENTO (DISM.) DEL EFECTIVO Y EQUIVALENTE PROVENIENTE DE LAS AC	-693	73,645	20,239	21,251	22,313	23,429	24,601	25,831	27,122	28,478	29,902	31,397	32,967
FLUJOS DE EFECTIVO POR ACTIVIDADES DE INVERSIÓN				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(Adquisición de Inmuebles, Mobiliario y Equipo)	-488	-357	-405	-425	-447	-469	-492	-517	-543	-570	-598	-628	-660
(Adquisición de otros Activos no Financieros)	-559	-749	-1,248	-1,310	-1,376	-1,445	-1,517	-1,593	-1,672	-1,756	-1,844	-1,936	-2,033
B: AUMENTO (DISM.) DEL EFECTIVO Y EQUIVALENTE, PROVENIENTES DE ACTI	-1,047	-1,106	-1,653	-1,736	-1,822	-1,914	-2,009	-2,110	-2,215	-2,326	-2,442	-2,564	-2,693
FLUJOS DE EFECTIVO POR ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aumento (disminución) neto de Depósitos y Obligaciones			51,516	54,092	56,796	59,636	62,618	65,749	69,036	72,488	76,113	79,918	83,914
Aumento (disminución) neto de Préstamos Provenientes de Bancos y Correspo	17,258	109,086	-15,028	-15,779	-16,568	-17,397	-18,267	-19,180	-20,139	-21,146	-22,203	-23,313	-24,479
Disminución (aumento) Neto en la Cartera de Créditos	-17,684	-178,125	-54,034	-56,736	-59,572	-62,551	-65,679	-68,963	-72,411	-76,031	-79,833	-83,824	-88,016
Dividendos Recibidos (pagados)	-280			0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C: AUMENTO (DISM.) DE EFECTIVO Y EQUIVALENTE PROVENIENTES DE ACTIV	-706	-69,039	-17,546	-18,423	-19,344	-20,312	-21,327	-22,394	-23,513	-24,689	-25,923	-27,220	-28,581
AUMENTO (DISM.) NETO DE EFECTIVO Y EQUIVALENTE (A+B+C)	-2,446	3,500	1,040	1,092	1,147	1,204	1,264	1,327	1,394	1,463	1,537	1,613	1,694
SALDO EFECTIVO Y EQUIVALENTE AL INICIO DEL EJERCICIO	6,739	4,293	7,793	8,183	8,592	9,021	9,472	9,946	10,443	10,966	11,514	12,090	12,694
EFECTIVO Y EQUIVALENTE AL FINALIZAR EL EJERCICIO	4,293	7,793	8,833	9,275	9,738	10,225	10,737	11,273	11,837	12,429	13,050	13,703	14,388

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
FCL		21,251	22,313	23,429	24,601	25,831	27,122	28,478	29,902	31,397	
WACC		0.099	0.099	0.099	0.099	0.099	0.099	0.099	0.099	0.099	0.099
F.Desc.		0.910	0.827	0.753	0.685	0.623	0.566	0.515	0.469	0.426	0.388
FDESC		19,330	18,461	17,632	16,839	16,083	15,360	14,670	14,011	13,381	
Valor	103,704	Al periodo 6									

Tabla 12. Balance General Proyectado (en Miles de Nuevos Soles)

	2007	2008	2009	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
ACTIVO	70,460	195,875	233,686	280,423	294,444	309,167	324,625	340,856	357,899	375,794	394,584	414,313	435,028
DISPONIBLE	4,293	7,793	8,833	9,275	9,738	10,225	10,737	11,273	11,837	12,429	13,050	13,703	14,388
Banco Central de Reserva del Perú	2,833	1,509	773	928	974	1,023	1,074	1,128	1,184	1,243	1,305	1,370	1,439
Bancos y otras empresas del sistema financiero del país	1,455	6,284	8,060	9,672	10,156	10,663	11,197	11,756	12,344	12,961	13,609	14,290	15,004
Bancos y otras instituciones financieras del exterior	5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
CARTERA DE CREDITOS	51,621	173,736	208,157	249,788	262,278	275,392	289,161	303,619	318,800	334,740	351,477	369,051	387,504
Cartera de Créditos Videntes	53,670	173,523	199,958	239,950	251,947	264,544	277,772	291,660	306,243	321,555	337,633	354,515	372,241
Cartera de Créditos Refinanciados	0	117	4,885	5,862	6,155	6,463	6,786	7,125	7,482	7,856	8,248	8,661	9,094
Cartera de Créditos Vencidos	0	4,485	12,439	14,927	15,673	16,457	17,280	18,144	19,051	20,003	21,004	22,054	23,156
Cartera de Créditos en Cobranza Judicial	0	0	617	740	777	816	857	900	945	992	1,042	1,094	1,149
Rendimientos Devengados de Créditos Videntes	1,515	3,160	5,942	7,130	7,487	7,861	8,254	8,667	9,100	9,555	10,033	10,535	11,062
(-) Provisiones para Créditos	-3,564	-7,549	-15,684	-18,821	-19,762	-20,750	-21,787	-22,877	-24,021	-25,222	-26,483	-27,807	-29,197
CUENTAS POR COBRAR	1,683	2,339	5,168	6,202	6,512	6,837	7,179	7,538	7,915	8,311	8,726	9,163	9,621
Otras Cuentas por Cobrar	1,683	2,339	5,168	6,202	6,512	6,837	7,179	7,538	7,915	8,311	8,726	9,163	9,621
INMUEBLES, MOBILIARIO Y EQUIPO (NETO)	2,008	1,799	1,600	1,920	2,016	2,117	2,223	2,334	2,450	2,573	2,702	2,837	2,979
IMPUESTO A LA RENTA Y PARTICIPACIONES DIFERIDAS	6,500	5,644	4,464	5,357	5,625	5,906	6,201	6,511	6,837	7,179	7,538	7,914	8,310
OTROS ACTIVOS	4,355	4,564	5,464	6,557	6,885	7,229	7,590	7,970	8,368	8,787	9,226	9,687	10,172
PASIVO	48,061	170,455	204,574	245,489	257,763	270,651	284,184	298,393	313,313	328,978	345,427	362,699	380,834
OBLIGACIONES CON EL PÚBLICO	973	0	51,733	62,080	65,184	68,443	71,865	75,458	79,231	83,193	87,352	91,720	96,306
Obligaciones por Cuentas a Plazo	0	0	51,159	61,391	64,460	67,683	71,068	74,621	78,352	82,270	86,383	90,702	95,237
Otras Obligaciones	973	0	357	428	450	472	496	521	547	574	603	633	665
Gastos por Pagar de Obligaciones con el Público	0	0	217	260	273	287	301	317	332	349	366	385	404
ADEUDOS Y OBLIGACIONES FINANCIERAS A CORTO PLAZO	42,054	158,905	144,108	172,930	181,576	190,655	200,188	210,197	220,707	231,742	243,329	255,496	268,271
Adeudos y Obligaciones con Empresas e instituciones financieras del país	2,000	78,322	62,601	75,121	78,877	82,821	86,962	91,310	95,876	100,670	105,703	110,988	116,538
Adeudos y Obligaciones con Empresas del Exterior y Organismos Financieros Internacio	0	80,000	80,693	96,832	101,673	106,757	112,095	117,699	123,584	129,764	136,252	143,064	150,218
Otros Adeudos y Obligaciones del país y del exterior	40,049	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gastos por Pagar de Adeudos y Obligaciones Financieras	5	583	814	977	1,026	1,077	1,131	1,187	1,247	1,309	1,374	1,443	1,515
CUENTAS POR PAGAR	5,030			0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otras Cuentas por Pagar	4,445	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gastos por Pagar de Cuentas por Pagar	585	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
OTROS PASIVOS	4	11,550	8,733	10,480	11,004	11,554	12,131	12,738	13,375	14,044	14,746	15,483	16,257
PATRIMONIO	22,399	25,420	29,112	34,934	36,681	38,515	40,441	42,463	44,586	46,815	49,156	51,614	54,195
Capital social	16,000	20,000	23,391	28,069	29,473	30,946	32,494	34,118	35,824	37,615	39,496	41,471	43,545
Reservas	1,517	1,701	2,029	2,435	2,557	2,684	2,819	2,960	3,107	3,263	3,426	3,597	3,777
Resultados Acumulados	3,044	432	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto del Ejercicio	1,838	3,287	3,692	4,430	4,652	4,885	5,129	5,385	5,654	5,937	6,234	6,546	6,873

Tabla 13. *Estado de Ganancias y Pérdidas Proyecto (en Miles de Nuevos Soles)*

	2007	2008	2009	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
INGRESOS FINANCIEROS	29,996	50,897	70,663	74,196	77,906	81,801	85,891	90,186	94,695	99,430	104,401	109,622	115,103
GASTOS FINANCIEROS	-3,136	-6,940	-11,964	-12,562	-13,190	-13,850	-14,542	-15,269	-16,033	-16,835	-17,676	-18,560	-19,488
MARGEN FINANCIERO BRUTO	26,860	43,957	58,699	61,634	64,716	67,951	71,349	74,916	78,662	82,595	86,725	91,061	95,614
MARGEN FINANCIERO NETO	20,380	33,882	36,994	38,844	40,786	42,825	44,966	47,215	49,575	52,054	54,657	57,390	60,259
INGRESOS POR SERVICIOS FINANCIEROS	9	0	2,283	2,397	2,517	2,643	2,775	2,914	3,059	3,212	3,373	3,542	3,719
GASTOS POR SERVICIOS FINANCIEROS	-256	-845	-255	-268	-281	-295	-310	-325	-342	-359	-377	-396	-415
MARGEN OPERACIONAL	20,133	33,037	39,022	40,973	43,022	45,173	47,431	49,803	52,293	54,908	57,653	60,536	63,563
GASTOS DE ADMINISTRACION	-17,602	-29,129	-33,143	-34,800	-36,540	-38,367	-40,286	-42,300	-44,415	-46,636	-48,967	-51,416	-53,986
MARGEN OPERACIONAL NETO	2,531	3,908	5,879	6,173	6,482	6,806	7,146	7,503	7,878	8,272	8,686	9,120	9,576
PROVISIONES, DEPRECIACION Y AMORTIZACION	-684	-737	-1,038	-1,090	-1,144	-1,202	-1,262	-1,325	-1,391	-1,461	-1,534	-1,610	-1,691
RESULTADO DE OPERACIÓN	1,847	3,171	4,841	5,083	5,337	5,604	5,884	6,178	6,487	6,812	7,152	7,510	7,885
OTROS INGRESOS Y GASTOS	1,176	2,185	911	957	1,004	1,055	1,107	1,163	1,221	1,282	1,346	1,413	1,484
RESULTADOS DEL EJERCICIO ANTES DE PARTICIPACIONES E IMPUESTO A LA RENTA	3,023	5,356	5,752	6,040	6,342	6,659	6,992	7,341	7,708	8,094	8,498	8,923	9,369
DISTRIBUCIÓN LEGAL DE LA RENTA NETA	-177	-309	-287	-301	-316	-332	-349	-366	-385	-404	-424	-445	-467
IMPUESTO A LA RENTA	-1,008	-1,760	-1,773	-1,862	-1,955	-2,052	-2,155	-2,263	-2,376	-2,495	-2,620	-2,751	-2,888
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	1,838	3,287	3,692	3,877	4,070	4,274	4,488	4,712	4,948	5,195	5,455	5,728	6,014