

**DIAGNÓSTICO Y EVALUACIÓN DE LA SITUACIÓN ECONÓMICA Y  
FINANCIERA DE EMPRESA COLOMBINA S.A. APLICANDO EL MÉTODO  
VALOR ECONÓMICO AGREGADO (EVA) COMO INDICADOR DE LA  
GERENCIA BASADA EN VALOR**

**GLORIA AIDEE ALVIS BENAVIDES  
YUSLEIBY ROJAS ROJAS**

**UNIVERSIDAD PILOTO DE COLOMBIA  
FACULTAD INGENIERÍA FINANCIERA  
ESPECIALIZACIÓN EN GERENCIA Y ADMINISTRACIÓN FINANCIERA  
BOGOTÁ, D.C.  
2016**

**DIAGNÓSTICO Y EVALUACIÓN DE LA SITUACIÓN ECONÓMICA Y  
FINANCIERA DE EMPRESA COLOMBINA S.A. APLICANDO EL MÉTODO  
VALOR ECONÓMICO AGREGADO (EVA) COMO INDICADOR DE LA  
GERENCIA BASADA EN VALOR**

**GLORIA AIDEE ALVIS BENAVIDES  
YUSLEIBY ROJAS ROJAS**

**Proyecto presentado con el fin de obtener el título de Especialización en  
Gerencia y Administración Financiera**

**WILLIAM DÍAZ HENAO  
Director Trabajo de Grado**

**UNIVERSIDAD PILOTO DE COLOMBIA  
FACULTAD INGENIERÍA FINANCIERA  
ESPECIALIZACIÓN EN GERENCIA Y ADMINISTRACIÓN FINANCIERA  
BOGOTÁ, D.C.  
2016**

## **DEDICATORIA**

Dedico este trabajo de grado a:

Dios por la vida, la fortaleza que nos da día a día, en los momentos difíciles y las oportunidades que ha brindado a los integrantes de este equipo de trabajo.

A nuestras familias, y a las personas que nos brindaron un poco de su tiempo para asesorarnos en el proyecto, por sus aportes, explicaciones consejos y comprensión;

A los Maestros que nos transmitieron parte de sus conocimientos. Por su gran apoyo y paciencia para la terminación de nuestros ciclos de estudios, por ser modelo de sabiduría, por su desinteresada y generosa labor de transmisión del saber, al Doctor William Díaz, por su apoyo y acompañamiento en este trabajo.

**GLORIA AIDEE ALVIS BENAVIDES  
YUSLEIBY ROJAS ROJAS**

## **AGRADECIMIENTOS**

Doctor, WILLIAM DÍAZ HENAO, Director del presente proyecto, a los profesores y compañeros.

A todos los Funcionarios de la Universidad Piloto de Colombia UPTC, Facultad de Especializaciones, a todas las personas que colaboraron para que esto sea un hecho. Gracias por la paciencia, y fortaleza para cumplir el objetivo.

## TABLA DE CONTENIDO

RESUMEN.....	6
INTRODUCCIÓN.....	7
1 IDENTIFICACIÓN DEL PROBLEMA.....	8
1.1. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA .....	8
1.1.1 COLOMBINA S.A. ....	8
1.1.2 TIPO DE EMPRESA.....	9
1.1.3 UBICACIÓN.....	9
1.1.4 TAMAÑO .....	10
1.1.5 MISIÓN.....	10
1.1.6 VISIÓN .....	11
1.1.7 DEFINICIÓN DE NEGOCIO .....	11
1.1.8 MARCO ESTRATÉGICO.....	11
1.1.9 VALORES CORPORATIVOS.....	11
1.1.10 VENTAJAS COMPETITIVAS.....	11
1.1.11 ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA .....	12
1.1.12 PRODUCTOS .....	13
1.2. EL MERCADO .....	14
1.2.1 TAMAÑO DEL MERCADO .....	14
1.2.2 DESCRIPCIÓN DE LA COMPETENCIA .....	14
1.2.3 PARTICIPACIÓN DE COLOMBINA Y DE SU COMPETENCIA EN EL MERCADO.....	15
1.3 ESTRUCTURA ORGANIZACIONAL.....	16
1.3.1 ORGANIGRAMA .....	16
2 IDENTIFICACIÓN DEL PROBLEMA .....	18
2.1. DESCRIPCIÓN DEL PROBLEMA .....	18
2.2. JUSTIFICACIÓN .....	18
2.3. OBJETIVOS .....	19
2.3.1 OBJETIVO GENERAL.....	19
2.3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS .....	19

2.4.	MARCO REFERENCIAL.....	19
2.4.1	MARCO TEÓRICO .....	19
2.4.2	MARCO CONCEPTUAL .....	23
2.5.	DIAGNÓSTICO FINANCIERO EMPRESA COLOMBINA S.A.....	26
2.5.1	ANÁLISIS CUALITATIVO.....	27
2.5.1.1	ENTORNO ECONÓMICO. ....	27
2.5.1.2	INDUSTRIA MANUFACTURERA. ....	29
2.5.2	ANÁLISIS CUANTITATIVO .....	30
2.5.2.1	CICLO DE CONVERSIÓN DE EFECTIVO. ....	33
2.5.2.2	ESTRUCTURA FINANCIERA.: .....	34
2.5.2.3	ESTRUCTURA DE CAPITAL. ....	35
2.5.2.4	INDICADORES FINANCIEROS.. ....	36
2.5.2.4.1	INGRESOS OPERACIONALES - EBITDA .....	37
2.5.2.4.2	PRODUCTIVIDAD CAPITAL DE TRABAJO (PKT).....	38
2.5.2.4.3	PALANCA DE CRECIMIENTO PDC. P.....	38
2.5.2.4.4	ROA (RENTABILIDAD SOBRE ACTIVOS) – ROE (RENTABILIDAD DE CAPITAL) .....	39
2.5.2.4.5	WACC (COSTO PROMEDIO PONDERADO DEL CAPITAL) – EVA (VALOR ECONÓMICO AGREGADO).....	40
3	METODOLOGÍA .....	42
3.1.	RECOLECCIÓN DE INFORMACIÓN RELACIONADA CON EL ENTORNO ECONÓMICO DE LA EMPRESA.....	42
3.2.	RECOPIACIÓN Y EVALUACIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA .....	42
3.3.	COMPARACIÓN DE MERCADO.....	43
3.4.	ESTRATEGIAS DE GENERACIÓN DE VALOR.....	43
3.5.	ESTRUCTURA DEL MODELO.....	466
4	RESULTADOS .....	48
4.1.	SUPUESTOS MACROECONÓMICOS DEL SECTOR Y DE LA EMPRESA .....	48
4.2.	ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO .....	50
4.3.	BALANCE GENERAL PROYECTADO .....	51
4.4.	VALORACIÓN COLOMBINA S.A.....	52
5	CONCLUSIONES .....	54

6	RECOMENDACIONES .....	55
	REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	577

## LISTADO DE TABLAS

<i>Tabla 1. Rotación de cartera.....</i>	<i>32</i>
<i>Tabla 2. Rotación de inventarios.....</i>	<i>32</i>
<i>Tabla 3. Estructura de capital. ....</i>	<i>35</i>
<i>Tabla 4. Margen Ebitda Colombina vs Nutresa .....</i>	<i>38</i>
<i>Tabla 5. Productividad PKT .....</i>	<i>38</i>
<i>Tabla 6. Palanca de Crecimiento .....</i>	<i>38</i>
<i>Tabla 7. Datos Macroeconómicos.....</i>	<i>48</i>
<i>Tabla 8. Datos históricos de crecimiento. ....</i>	<i>49</i>
<i>Tabla 9. Plan de inversión. ....</i>	<i>49</i>
<i>Tabla 10. Deuda financiera.....</i>	<i>49</i>
<i>Tabla 11. Estado de Resultado Proyectado.....</i>	<i>50</i>
<i>Tabla 12. Balance General Activo Proyectado. ....</i>	<i>51</i>
<i>Tabla 13. Balance General Pasivo y Patrimonio proyectado. ....</i>	<i>52</i>
<i>Tabla 14. Variables de Valoración. ....</i>	<i>53</i>
<i>Tabla 15. Indicadores Financieros.....</i>	<i>53</i>

## LISTADO DE GRÁFICOS

<i>Grafica 1. Canales de Distribución.....</i>	<i>14</i>
<i>Grafica 2. Participación en el mercado .....</i>	<i>16</i>
<i>Gráfica 3. Tasa anual de crecimiento porcentual.....</i>	<i>28</i>
<i>Grafica 4. Crecimiento porcentual industria. ....</i>	<i>29</i>
<i>Grafica 5. Participación de activos.....</i>	<i>31</i>
<i>Grafica 6. Productividad de activo fijo.....</i>	<i>33</i>
<i>Grafica 7. Ciclo conversión de efectivo.....</i>	<i>34</i>
<i>Grafica 8. Estructura Financiera. ....</i>	<i>34</i>
<i>Grafica 9. Desempeño ventas y Ebitda.....</i>	<i>37</i>
<i>Grafica 10. Relación ROA -ROE.....</i>	<i>39</i>
<i>Grafica 11. Relación WACC y EVA.....</i>	<i>40</i>

## LISTADO DE ILUSTRACIONES

<i>Ilustración 1. Variación porcentual anual del .....</i>	<i>12</i>
<i>Ilustración 2. Organigrama Corporativo .....</i>	<i>16</i>

## RESUMEN

El presente trabajo de grado, busca conocer la situación financiera actual de la Empresa COLOMBINA S.A., y aplicar una propuesta de medición del desempeño basado en la metodología de valor, a partir del Valor Económico Agregado - EVA.

Como base de la valoración, se estudia la historia y el contorno de la empresa, para identificar las variables relevantes, se analizan los estados financieros históricos, la competencia y el sector, los cuales se utilizan para realizar las proyecciones de los mismos a fin de obtener la valoración de la empresa, en un horizonte de tiempo de cinco años.

Para determinar el valor de la empresa se proyectaron los estados financieros, soportados en el plan de inversiones de la Compañía, consistente en la adquisición de activos productivos dadas las necesidades de inversión de capital, los cuales serán financiados a través de obligaciones financieras; y la estimación de algunas variables macroeconómicas como la inflación y la DTF, así como los índices de rotación, ventas y márgenes operacionales.

Luego de obtener la utilidad operativa neta después de impuestos, se resta la carga del costo de oportunidad del capital invertido, para calcular el beneficio económico de la Compañía, por el método del Valor económico Agregado - EVA.

El objetivo final de este trabajo, es entregar un diagnóstico y la aplicación de un modelo financiero, que permita evidenciar la generación o destrucción de valor.

**Palabras Claves:** Valoración de empresas, Financiación, Activos Productivos, WACC, EVA.

## INTRODUCCIÓN

En el ámbito financiero, la valoración de empresas es el resumen de una serie de conocimientos, los cuales van a servir de aplicación para la realización de este trabajo de grado, enfocado al objetivo de conocer el valor de la empresa.

Considerando este trabajo como una herramienta para realizar el diagnóstico en sus generalidades, para identificar problemas o fallas financieras que afectan la organización o los aspectos, que en función del concepto del monitoreo económico, tienen determinante importancia para la organización, en sus aspectos internos y externos, que permitan medir la situación financiera.

Al mismo tiempo, servir como base para el trabajo de grado el cual es parte fundamental en este ciclo de estudio de posgrado, el desarrollo de métodos y alternativas de operación financiera.

Se toma la empresa Colombina S.A., con el fin de elaborar un diagnóstico basado en datos históricos, que permitan ofrecer herramientas financieras de acuerdo al desarrollo de la empresa, con el propósito de interpretar las necesidades que evidencia y a la vez, dar posibles soluciones a los hallazgos.

Mediante indicadores financieros e inductores de valor, generados a partir de los estados financieros de los últimos cinco años, se realizarán las proyecciones; para determinar la generación de valor se aplicará el Valor Económico Agregado – EVA. Se toma este periodo de comparación, porque se considera tiempo prudente, de menos inestabilidad en los indicadores.

Dentro del desarrollo del trabajo de grado, se presentan limitaciones para la recopilación de información específica, obteniendo los datos de manera externa, por no contar con autorización expresa de la empresa.

Como estudiantes en proceso de formación de Especialización, el presente trabajo permite aplicar y desarrollar los conocimientos adquiridos.

## **1 DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA**

### **1.1. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA**

#### **1.1.1 COLOMBINA S.A.**

Colombina S.A., es una compañía productora y comercializadora de alimentos, constituida por escritura pública No. 48 del 21 de enero de 1932, en la notaría segunda de Cali, e inscrita en el del libro IX de la Cámara de Comercio de Cali del 11 de septiembre de 1984, con el nombre de Fábrica de Dulces Colombina Limitada.

El 14 de noviembre de 1985, mediante escritura No. 8416 de la notaría segunda de Cali, inscrita en la Cámara de Comercio de Cali el 27 de noviembre de 1985, bajo el No. 378 del libro IX, la Sociedad se transformó de Sociedad Limitada en Sociedad Anónima bajo el nombre de Colombina S.A., el cual permanece actualmente. La sociedad tiene una duración de cincuenta (50) años contados a partir de abril 25 de 1997. <sup>1</sup>

Colombina S.A., fue creada por el señor Hernando Caicedo, quien de forma visionaria supo explotar el potencial azucarero del valle. Para 1935, sus dulces eran reconocidos a nivel nacional, en 1940, tomó el control de la compañía su hijo Jaime Caicedo, quien con su espíritu empresarial llevo a Colombina a posicionarse en el mercado nacional e internacional.

En los años sesenta (60), se adoptaron tecnologías europeas que permitieron diversificar la gama de productos; para 1980, la empresa incursionó en el mercado de galletas, chocolates y refrescos.

En la última década ha realizado alianzas con compañías extranjeras y ha adquirido algunas nacionales como helados Robín Hood, adicionalmente incursionó en la comercialización de productos basados en café.

La Compañía fue una de las predecesoras de la exportación en Colombia, iniciando sus exportaciones hacia Estados Unidos en el año 1946. Hoy en día se ubica entre los 15 primeros exportadores, llenando de sabor la vida de millones de personas en más de 70 países.

Durante los últimos años, ha ampliado los mercados incursionando en países como: República Democrática del Congo, Macedonia, Madagascar, República Checa, Qatar, Saint Vicent, Chile, Perú, Estados Unidos, Guatemala, Jamaica, España, Emiratos árabes, Inglaterra, Angola, entre otros.

---

<sup>1</sup> [www.bvc.com.co](http://www.bvc.com.co) Prospecto Bonos Colombina S.A.

Colombina, se afianza en los primeros lugares de la lista de las empresas dedicadas al procesamiento de alimentos, entre otras cosas, por su capacidad de innovación y trabajo en nuevos productos, diferentes a los legendarios que ya tienen luz propia.

### 1.1.2 TIPO DE EMPRESA

Colombina S.A., es una Sociedad Anónima constituida de acuerdo con las leyes colombianas en 1932. Su objeto social principal es la fabricación y comercialización de toda clase de productos alimenticios, para consumo humano y animal, frescos, procesados y enlatados, derivados del azúcar, cacao, café, harina de trigo, harina de maíz y demás cereales, frutas, vegetales, carnes, lácteos y sus derivados.

### 1.1.3 UBICACIÓN

Su domicilio principal se encuentra en el municipio de Zarzal - Valle, Carrera 1 No. 24-56. Colombina S.A., hace presencia en más de 70 países, cuenta con 7 plantas de producción y 37 centros de logística y distribución.

Colombina S.A. y sus subsidiarias, constituyen un Grupo Empresarial de la industria de alimentos con operaciones en Colombia, Norte, Centro y Suramérica, constituido por 23 sociedades, 11 Compañías ubicadas en Colombia y 12 en el exterior, como se detalla a continuación:

<b>Compañías que conforman el Grupo Empresarial</b>			
<b>Subordinada</b>	<b>Nacionalidad</b>	<b>Empleados y Trabajadores</b>	<b>Participación de la Controladora</b>
Colombina S.A.	Colombiana	6.056	100%
Colombina del Cauca S.A.	Colombiana	1.177	75%
Compañía de Alimentos del Pacífico S.A.	Guatemalteca	1.256	50%
Colombina de Venezuela C.A.	Venezolana	126	100%
Distribuidora Colombina S.A.	Colombiana	22	100%
Arlequín Comercial S.A. y Subsidiaria	Panameña	0	100%
Conservas Colombina S.A. La Constancia	Colombiana	367	100%
Colombina USA Inc. y Subsidiaria	Estadounidense	13	100%
Productos Lácteos Robín Hood S.A. y Subsidiaria	Colombiana	4	100%
Distribuidora Colombina del Ecuador S.A.	Ecuatoriana	97	100%
Chicles Colombina S.A.	Colombiana	0	100%
Colombina del Perú S.A.C	Peruana	103	100%
Colombina Chile Ltda.	Chilena	64	100%
Colombina de Puerto Rico LLC	Puertorriqueña	20	100%
Comexa de Colombia S.A.	Colombiana	162	100%
Distribuciones Coldis de Venezuela C.A.	Venezolana	0	100%

<b>Compañías que conforman el Grupo Empresarial</b>			
<b>Subordinada</b>	<b>Nacionalidad</b>	<b>Empleados y Trabajadores</b>	<b>Participación de la Controladora</b>
Colcandy Ltda.	Colombiana	0	100%
Candy Ltda.	Colombiana	0	100%
Coldis Ltda.	Colombiana	0	100%
Pierrot Ltda.	Colombiana	0	100%
Dispierrot S.L.	Española	0	100%
Colombina HK Limited	China	0	100%
Representaciones Dulces Colombina S.A.	guatemalteca	0	100%

Fuente. Página web Colombina

#### **1.1.4 TAMAÑO**

En Colombia el segmento empresarial está clasificado en micro, pequeñas, medianas y grandes empresas, esta clasificación está reglamentada en la Ley 590 de 2000 y sus modificaciones (Ley 905 de 2004). Con activos superiores a los 30.000 SMMLV, Colombina S.A., pertenece al segmento empresarial Gran Empresa.

Al cierre del año 2014, colombina contaba con un total de 9.435 colaboradores, cifra que presenta un crecimiento del 3.4% frente al año anterior; el 82% de los colaboradores son de nacionalidad colombiana y el 18% extranjeros.

#### **1.1.5 MISIÓN**

“Luego de casi 8 décadas de gestión, nos hemos establecido como una empresa líder del sector alimentario que viene proporcionarlo sabor a la vida y constituyéndose en positiva imagen de nuestro país. En Colombia S.A., nos hemos comprometido desde nuestros inicios guiados por la innovación, mejoramiento continuo procurando además el desarrollo de nuestros colaboradores, el fortalecimiento de los accionistas y trabajando en plena armonía con el medio ambiente.

Pero por encima de todo el posicionamiento de Colombina es fundamentado en el absoluto interés de acercarnos a los requerimientos y expectativas de nuestros clientes y consumidores quienes cada día demandan productos más novedosos y consecutivos.

Nuestro portafolio de productos durante los 10 últimos años se ha ampliado, proporcionando sabor y calidad, no solo niños, sino jóvenes y adultos, buscando satisfacer todas las etapas de la vida”.

### 1.1.6 VISION

- Crecimiento financiero
- Cautivar al consumidor
- Satisfacer las expectativas de servicios los clientes
- Ser una empresa de alta efectividad en la administración de recursos
- Desarrollar y fortalecer nuestra cultura empresarial

### 1.1.7 DEFINICIÓN DE NEGOCIO

Colombina S.A., es una compañía global de alimentos que busca cautivar al consumidor a través de la innovación y el sabor de sus productos. Sustentada en una marca sombrilla fuerte, marcas reconocidas y de alto valor percibido, comercializadas eficazmente para estar al alcance de todos. Comprometida con un esquema de sostenibilidad que involucra a todos sus grupos de interés.

### 1.1.8 MARCO ESTRATÉGICO

Compañía global de alimentos que busca cautivar al consumidor a través de la innovación y el sabor de sus productos. Sustentada en una marca sombrilla fuerte, marcas reconocidas y de alto valor percibido, comercializadas eficazmente para estar al alcance de todos. Comprometida con un esquema de sostenibilidad que involucra a todos sus Grupos de Interés.

### 1.1.9 VALORES CORPORATIVOS

- Trabajo en Equipo.
- Compromiso.
- Orientación al Cliente.
- Respeto.
- Creatividad e Innovación.

### 1.1.10 VENTAJAS COMPETITIVAS

Para analizar las ventajas competitivas de Colombina S.A., se presenta la siguiente matriz DOFA:

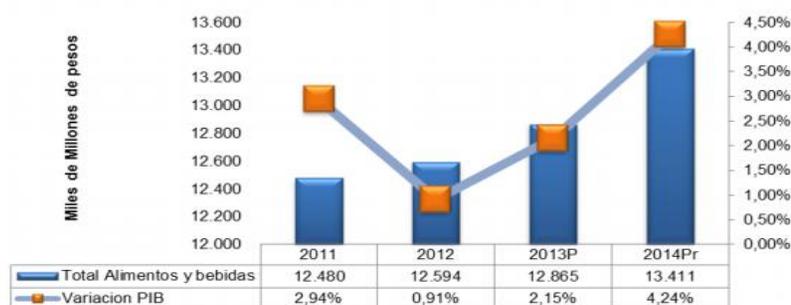
<b>Fortalezas</b>	<b>Debilidades</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>✓ Amplio portafolio de productos</li><li>✓ Alto reconocimiento de las marcas y productos</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ Competencia con empresas multinacionales</li><li>✓ Preferencia del consumidor por productos con precios más económicos</li></ul>
<ul style="list-style-type: none"><li>✓ Presencia internacional</li><li>✓ Innovación</li><li>✓ Calidad</li></ul>	

<b>Fortalezas</b>	<b>Debilidades</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Especialización en la producción</li> <li>✓ Alianzas estratégicas a nivel nacional e internacional</li> <li>✓ Inversión en capital humano</li> <li>✓ Sólida Infraestructura y Capacidad Instalada</li> <li>✓ Selección de canales de distribución adecuados</li> <li>✓ Personal especializado</li> <li>✓ Actualización en la tecnología de producción.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Endeudamiento financiero</li> </ul>
<b>Oportunidades</b>	<b>Amenazas</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Consolidar nuevos mercados internacionales</li> <li>✓ Innovar con otros productos alimenticios</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Escasez o encarecimiento de las materias primas</li> <li>✓ Variación de precios de la competencia</li> <li>✓ Baja demanda</li> <li>✓ Contrabando</li> <li>✓ Competencia desleal</li> <li>✓ Incursión de productos dietéticos bajos en calorías</li> </ul>

### 1.1.11 ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

Durante el año 2014, la industria manufacturera tuvo un rezago frente a otras actividades y al PIB total. El promedio de crecimiento del PIB en 2014 fue de 4,6% anual, mientras que la industria manufacturera creció solo 0,2%. No obstante el PIB del sector alimentos y bebidas, tuvo un incremento del 4.24% frente al año 2013, como se detalla en la gráfica:

**Ilustración 1. Variación porcentual anual del**



Fuente: Informe desempeño del Sector de Alimentos y Bebidas 2012-2014 - Superintendencia de Sociedades

De acuerdo con el informe de ANDI para el 2015, hay un elemento muy favorable, y es la depreciación del peso, lo cual le permite a los productos industriales

competir en mejores condiciones contra las importaciones, y entrar a los mercados internacionales de igual forma. Sin embargo, existe un elemento negativo, y es que los principales compradores internacionales, económicamente no se encuentran en su mejor momento, debido a la caída del petróleo,

En el caso de Ecuador, por ejemplo, la crisis petrolera los está conduciendo a imponer aranceles especiales, a los productos provenientes de Colombia, y eso puede dificultar la situación para la industria.

El Informe de desempeño del sector de alimentos y bebidas 2012 – 2014, realizado por la Superintendencia de Sociedades, con la información financiera reportada por 568 empresas, incluida Colombina S.A., muestra los resultados favorables del sector, indicando que el 76% de las empresas corresponde a grandes empresas que generaron el 94% de los ingresos, principalmente en el grupo de ingenios, refinerías de azúcar y trapiches.

También clasifican las principales diez (10) empresas, del sector de alimentos y bebidas de acuerdo con el nivel de ingresos, el total de activos, patrimonio y utilidad neta.

Para Colombina S.A., señala que durante el año 2014, de acuerdo con el ranking de ingresos operacionales pasó de la posición número 7 a la posición número 6, al incrementar los ingresos en un 8.2%, ubicándose por encima de algunos de sus competidores como Nutresa y Nestlé de Colombia S.A.; respecto a los activos, pasó de la posición número 9 a la posición número 10, presentando un incremento en los activos del 7.4%; en el ranking de ganancias netas, pasó de la posición número 13 a la posición número 8, con un incremento en la utilidades del 44.7% al pasar de \$54.259 millones a \$78,505 millones, en este ranking, el Grupo Nutresa S.A., ocupó el puesto número 3, presentando una disminución del 0,6%, al pasar de \$379.896 millones a \$377.453 millones.

### **1.1.12 Productos**

Las principales líneas de negocio de Colombina S.A., son confitería, dulcería, galletería, conservas, helados, café y jugos; productos que se venden y distribuyen de forma exitosa gracias a su amplia red de distribución, la cual cubre todo el territorio nacional. Dentro de las marcas de Colombina S.A., se destacan: En galletas y pasteles, Wafers, Nucita, Piazza, Crakeñas, Ponky; en salsas y conservas, La Constancia, Crios; en dulces, Bom Bon Bum, Pirulito, Menta helada, Coffee de light, Millows, Grissly; barras de cereal Kick; helados Robín Hood, Nucita; pastas Buongiorno. También funciona como distribuidora exclusiva de los productos de enlatados de pescado “Van Camp’s; Chocolates Hersheys y productos de “Café Buen Día”.

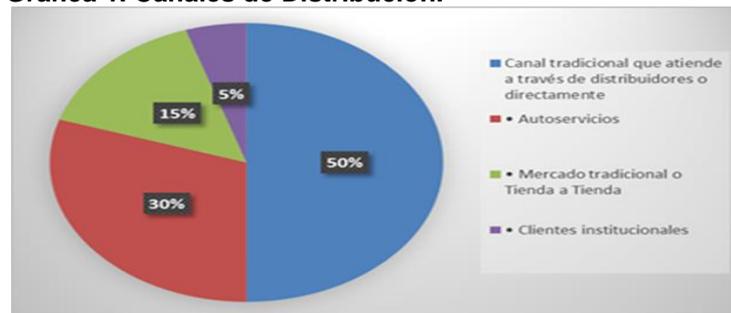
## 1.2. EL MERCADO

### 1.2.1 TAMAÑO DEL MERCADO

Colombina S.A. en su proceso de desarrollo, maneja un mercado dirigido a todo tipo de consumidor, enfocándose en la diversificación de productos, mediante la innovación de los mismos.

**1.2.1.1 Clientes Actuales.** Colombina hace presencia en más de 70 países, las mayores ventas se presentan a través de las grandes empresas distribuidoras y empresas de cadena con las cuales tienen convenio. Sus principales clientes se encuentran distribuidos de la siguiente manera:

**Grafica 1. Canales de Distribución.**



Fuente: Pagina WEB Colombina S.A.

Los canales de distribución que utiliza COLOMBINA S.A. son cuatro;

- ✓ El canal tradicional que son las tiendas.
- ✓ El canal de autoservicios que son las grandes superficies (supermercados).
- ✓ Puntos de venta directos de COLOMBINA S.A. En las principales ciudades de Colombia.
- ✓ Los distribuidores que se encargan de atender 8 los puntos de venta donde la red de distribución propia de la Compañía no tiene cubrimiento.

En Colombia, la red de distribución propia de la Compañía, atiende aproximadamente 88 mil clientes directos y los distribuidores, atienden 167 mil clientes indirectos, los cuáles son principalmente, tiendas en lugares de difícil acceso.

### 1.2.2 DESCRIPCIÓN DE LA COMPETENCIA

La empresa Colombina S.A., es la líder de las marcas con 32 referencias en el mercado, esta cantidad la ubica en los primeros puestos del mercado.

A nivel nacional, la economía actual incentiva y reta a las empresas a ser eficientes, y ofrecer un mayor grado de satisfacción a las necesidades de los clientes y consumidores finales.

Dentro de sus más fuertes competencias, a nivel nacional, se encuentra Nutresa, el Grupo Nutresa S.A., es una compañía colombiana, constituida el 12 de abril de 1920, con domicilio en Medellín. Su actividad principal es la producción y comercialización de productos del sector de alimentos, opera a través de ocho unidades de negocio: Cárnicos, Galletas, Chocolates, Tresmontes Lucchetti - TMLUC-, Cafés, Alimentos al Consumidor, Helados y Pastas.

Actualmente tiene presencia en 14 países con 45 plantas de producción, sus productos están presentes en 72 países de los cinco continentes. Cuenta con cerca de 44.000 colaboradores. En Colombia tiene una participación en el mercado superior al 61%.

Su portafolio de productos cuenta con marcas muy reconocidas, 19 de las cuales registran ventas superiores a los USD 50 millones, entre ellas Zenú, Ranchera, Rica, Ducales, Saltín Noel, Festival, Chocolisto, Corona, Jet, Jumbo, Montblanc, Zuko, Colcafé, la Bastilla, Sello Rojo y Doria.

Otras empresas que compiten con Colombina S.A., son Aldor S.A., una empresa con cerca de 20 años en el mercado, que ha logrado la aceptación de sus productos a nivel nacional e internacional, lo que le permite ser reconocida como una de las productoras de bombones PIN POP y yogueta, en el segmento de bombones con centro de chicle. Por su variedad de productos, precios competitivos y políticas eficientes logró internacionalizarse en un año; y Súper Alimentos, con más de cincuenta años en el mercado, entre sus productos se destacan la chupeta Yogger y el Supercoco, producto de tradición entre los colombianos.

### **1.2.3 PARTICIPACIÓN DE COLOMBINA Y DE SU COMPETENCIA EN EL MERCADO**

A continuación se muestra el porcentaje de participación de cada una de las líneas de producto en el mercado, al igual que su posición frente a NUTRESA la cual es su principal competidor en el mercado:

**Grafica 2. Participación en el mercado**



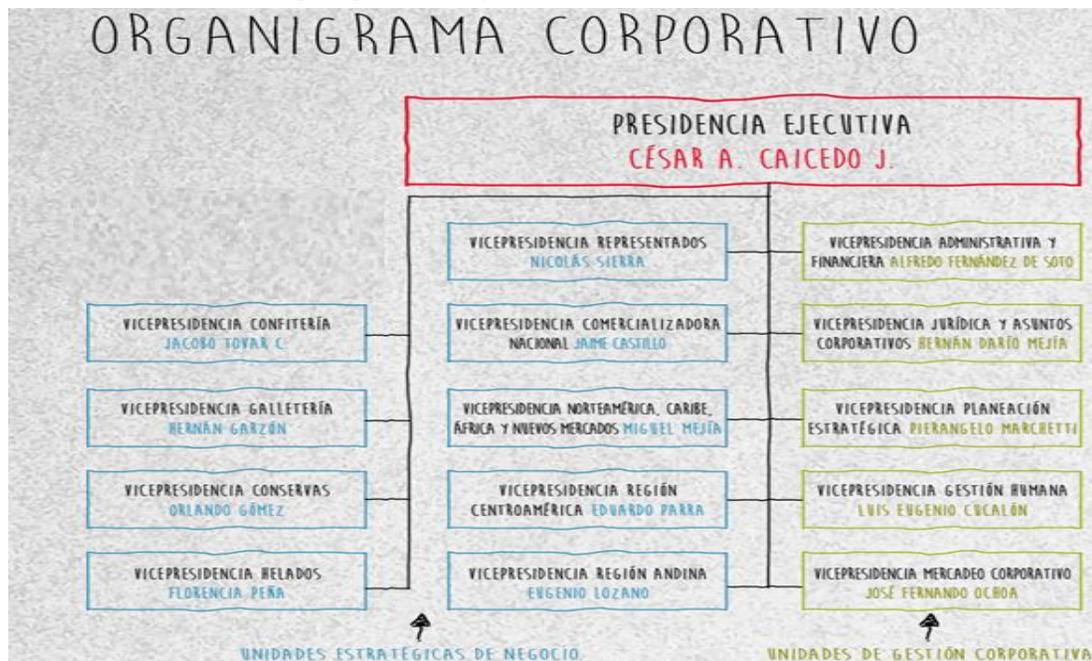
Fuente: Pagina WEB Colombina S.A.

### 1.3 ESTRUCTURA ORGANIZACIONAL

#### 1.3.1 ORGANIGRAMA

Colombina S.A., posee una estructura matricial dividida en Unidades Estratégicas de Negocio y Unidades de Gestión Corporativa, este enfoque pretende lograr una sinergia permanente entre los equipos de trabajo. Actualmente, la Compañía presenta la siguiente estructura organizacional y personal directivo:

**Ilustración 2. Organigrama Corporativo**



Fuente: Pagina WEB Colombina S.A.

La Compañía tiene una Junta Directiva compuesta por siete miembros principales, elegidos por un período de un año, por la Asamblea General de Accionistas. Cada miembro principal tiene un suplente personal, quien lo reemplaza en sus fallas temporales y absolutas.

COLOMBINA cuenta con un alto grado de formalidad, ya que tiene plenamente identificado, documentado y divulgado sus planes, su misión, su visión, sus objetivos y sus políticas. Cuenta con un plan estratégico corporativo, el cual es formulado y revisado por el nivel estratégico de la Compañía.

## **2 IDENTIFICACIÓN DEL PROBLEMA**

### **2.1. DESCRIPCIÓN DEL PROBLEMA**

Colombina S.A., es una compañía colombiana dedicada a la producción y comercialización de productos alimenticios, con más de 80 años en el mercado, se ha destacado por su innovación y dedicación en la búsqueda de satisfacer a los consumidores. Fue una de las precursoras de la exportación en Colombia, lo que hoy le permite hacer presencia en más de 70 países.

Ofrece un amplio portafolio de productos en confitería, galletería, pastelería, salsas, conservas y helados. Adicionalmente realiza la distribución exclusiva de marcas tradicionales en Colombia, como Café Buendía y Van Camp's.

Durante los últimos años, la empresa reportó en sus estados financieros grandes inversiones, las cuales han sido costeadas con créditos del sector financiero, lo anterior, debido a la implementación de un plan de mayor productividad encaminado a fortalecer su competitividad, el cual genera riesgo e incertidumbre financiera.

De acuerdo con lo anterior, se pretende analizar y evaluar el impacto de la deuda adquirida durante los últimos años, mediante la elaboración de un modelo que facilite la medición del riesgo y la toma de decisiones estratégicas por parte de la Gerencia, encaminadas a determinar si con esta alternativa se está propiciando la generación de valor en la empresa.

### **2.2. JUSTIFICACIÓN**

Como estudiantes y futuros Especialistas en Gerencia y Administración Financiera, se busca un enfoque que proporcione soluciones y alternativas, para desarrollar el potencial profesional en el campo de la investigación, siendo generadores de cambio, consientes del desarrollo empresarial, social y cultural del país.

Se realiza un diagnóstico financiero de la empresa Colombina S.A., compañía que ha hecho parte de los colombianos; este diagnóstico permite analizar el impacto de la implementación del plan de inversión, planteado por la compañía, en busca de mayor productividad.

Este proyecto se enfoca en la identificación del impacto, que puede generar adquirir deuda y la formulación de estrategias y herramientas, que coadyuven en la toma de decisiones basadas en un modelo financiero.

## 2.3. OBJETIVOS

### 2.3.1 OBJETIVO GENERAL

Elaborar un diagnóstico, que permita analizar el impacto del riesgo financiero adquirido por la empresa COLOMBINA S.A., y la medición del desempeño basada en valor, a partir del análisis del Valor Económico Agregado - EVA, brindando un modelo financiero como herramienta, que le facilite a la Gerencia la toma de decisiones estratégicas.

### 2.3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Analizar la información financiera actual e histórica de la empresa, la competencia y el sector.
- Realizar un diagnóstico de la situación financiera de la empresa COLOMBINA S.A., de los periodos 2009 – 2014, mediante el análisis de la información financiera y los inductores de valor.
- Aplicar un modelo financiero para determinar la creación o destrucción de Valor Económico Agregado – EVA.

## 2.4. MARCO REFERENCIAL

### 2.4.1 MARCO TEÓRICO

El conocimiento en el ámbito de las finanzas sin importan el tipo de sector al que se aplique, tiene las raíces en la economía pero orientado al manejo de la incertidumbre y el riesgo con un objetivo, el de alcanzar un mayor valor agregado para la empresa y sus inversionistas.

*"Múltiples son los factores que han contribuido al desarrollo teórico de las finanzas: el capitalismo moderno que se caracteriza por la presencia de grandes monopolios con altos niveles de concentración de la producción en todo el mundo y, el predominio del capital financiero... Las fluctuaciones económicas y el desarrollo científico-técnico que han permitido que las finanzas evolucionen desde una esfera descriptiva a otra donde el análisis se convierte en su esencia, teniendo como base los desarrollos microeconómicos de equilibrio de mercado así como los métodos matemáticos y la revolución electrónica que ha facilitado la labor de comprobación empírica de muchos modelos".<sup>2</sup>*

---

<sup>2</sup> GARCIA FIERRO, Francisco Omar. Evolución de la Teoría Financiera en el Siglo XX

El texto muestra la gran contribución y aporte, de diversos factores que han sido influyentes en el proceso de desarrollo y aplicación de las finanzas, permitiendo que se convierta en un facilitador para los directores e inversionistas de las compañías, quienes en último lugar, pero el más importante, son los interesados en el resultado del ejercicio final de la empresa.

El tema de las finanzas, en un principio se circunscribió fundamentalmente, al ejercicio de funciones operativas propias de un área administrativa de la organización. Luego empieza a surgir una nueva orientación, utilizando los estilos de la teoría económica, y mirando como centro, el inconveniente de la ganancia de fondos y su costo, las decisiones de inversión y los gastos, la liquidez y la capacidad empresarial, lo que provocó un crecimiento a gran nivel en el trabajo académico en administración de empresas y finanzas.

En la última década, y en consecuencia a la incertidumbre, que tienen todos los negocios y la economía, nacieron nuevos progresos teóricos, que permitieron predecir el comportamiento de variables claves, para determinada empresa en el futuro, en este proceso se suplen y complementan disciplinas como la economía, estadística, matemáticas entre otras, que permiten el avance hacia la conocimiento financiero, un poco más preciso a la hora de la toma de decisiones.

Este concepto de buscar el desarrollo de la riqueza y responder a los múltiples elementos, que pueden afectar la rentabilidad agregada a una empresa, se considera *“la preocupación por la generación de valor que se ha dado principalmente por el flujo mundial de capitales, los retos de la globalización, las privatizaciones, y la necesidad de mejores medidas para evaluar el desempeño,”*<sup>3</sup> indicando el análisis que se ha estado realizando sobre los procesos mundiales que influyen en la rentabilidad de la empresa.

En otro concepto, existe una definición *“estimación del valor que nunca llevará a determinar una cifra exacta y única, sino que ésta, dependerá de la situación de la empresa, del momento de la transacción y el método utilizado.”* Samuel Immanuel Brugger.

Siendo muy similar a la expresión de valoración de empresas, *“como la relación que existe siempre entre el valor de la empresa y cuatro temas fundamentales: los objetivos de la empresa, la estructura financiera, la política de dividendos, y el tamaño”*,<sup>4</sup>

En relación con lo señalado, por Samuel Immanuel Brugger y Alfonso Galindo Lucas, en el párrafo anterior se podría concluir que la valoración de empresas dependerá exclusivamente del actuar interno financieramente de la empresa, pero

---

3 GARCÍA S. Oscar León, “Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA”

4 Alfonso Galindo Lucas “Fundamentos de Valoración de Empresas.”

se debe incluir lo señalado por Oscar León García, donde la influencia de factores externos afectan el comportamiento financiero de la empresa.

Como complemento y un poco más exacto se menciona que *“para gestionar el valor, es preciso disponer de herramientas para medirlo e identificar los parámetros relevantes que permitan influir sobre el mismo. En este proceso es necesario criticar, aislar y comprender los mecanismos por los cuales dichos parámetros contribuyen a la creación de valor, tanto los específicos de la empresa como los del sector en el que compete”*.<sup>5</sup> Aquí se presenta una definición integrada por los autores antes mencionados, dando una visión global de los factores que pueden afectar la empresa, sean de carácter interno o externo a esta.

Por otro lado, existe el hecho de lo que cada accionista quiere de la empresa; no es lo mismo decir, que cierto valor se puede considerar como creación de valor, ya que cada persona tiene una visión diferente, valorada desde lo que esperaba recibir, esto se basa en lo que se manifiesta con el interrogante *¿Por qué el valor es relativo?*<sup>6</sup> Francisco López lo hace ver, como el valor que cada accionista esperar recibir, mientras para uno puede ser generación de valor, para otro, solo puede significar un valor mínimo de lo que estimaba.

Dentro del proceso de valoración de empresa, existe infinitos métodos por los cuales se puede calcular la valoración de la compañía, entre los más utilizados se encuentran: *Balance, Cuenta de Resultados, Mixtos, Descuento de flujos, Creación de Valor y Opciones*.<sup>7</sup>

Indicando que a través del desarrollo económico, toda empresa busca un margen de creación de valor para mantenerse en el mercado, se han creado modelos de valoración para las compañías, los cuales le permitan tener una visualización de la empresa a un futuro determinado ó en el momento “0” de la misma, teniendo en cuenta variables de inversión y financiación.

Dentro de los múltiples modelos para calcular la valoración de empresa, el presente trabajo se enfoca en el Valor Económico Agregado, que se define como *“la utilidad operacional después de impuestos (NOPAT) menos el costo promedio de capital. En relación con este índice, si la rentabilidad /retorno sobre el capital de una empresa o negocio, sobrepasa sus costos de capital, se está creando valor real para los accionistas”*<sup>8</sup>, en pocas palabras, las empresas deben enfocarse en que la rentabilidad del negocio o de sus activos productivos, esté por encima del costo de los mismos.

---

5 Pérez, Juan-Carballo Veiga. “Competiendo por crear valor”

6 López Francisco, “Valoración de empresas, Una introducción práctica”.

7 Pablo Fernández, “Métodos de Valoración de Empresas”

8 Federico Li Bonilla. “El valor económico agregado (EVA) en el valor del negocio”.

En relación con el autor anterior, existe un concepto sobre el EVA donde se considera como “*la productividad de todos los factores utilizados para desarrollar la actividad empresarial*”.<sup>9</sup>

Dicho de otra manera, al aplicar un análisis de Valor Económico Agregado, se puede determinar si los activos de la empresa generan una mayor rentabilidad que el costo de financiación, permitiendo determinar en términos monetarios, cual es el crecimiento de la empresa o la generación de valor económico agregado EVA, pero es necesario tener en cuenta y conocer, si los recursos financieros de la empresa están invertidos en áreas que permitan y contribuyan, de forma directa en la creación de valor.

Complementando lo anteriormente mencionado, por Federico Li Bonilla, se relacionan los componentes que para los autores, Escalera Chávez y Santiago Herrera, se deben tener en cuenta al momento de la valoración:

- *La utilidad operativa después de impuestos.*
- *Capital invertido, que corresponde a los activos fijos más el capital de trabajo operativo y otros activos, otra forma es la deuda a corto y largo plazo con costo, más capital contable.*
- *El costo de capital promedio, que se obtiene de deuda con acreedores sujeta a intereses.*
- *El capital de los accionistas*<sup>10</sup>

Entonces, se debe considerar importante lo mencionado, ya que permite tomar decisiones, que eviten que la compañía continúe maximizando riesgos, y a la vez, da una pauta a los accionistas, para evaluar si el costo de oportunidad juega a favor o en contra de ellos, lo que los lleva a que tomen decisiones sobre sí continúan invirtiendo en la compañía o buscan nuevas opciones de inversión.

Este tipo de evaluación financiera, es considerada por *Peter Drucker* como concepto de creación de valor, cuando expresa lo siguiente: "*Mientras que un negocio tenga un rendimiento inferior a su costo de capital, operará a pérdidas*", significando que la empresa deberá evaluar su costo frente a la rentabilidad.

Dentro de la valoración de empresa y para este caso, se debe conocer cuánto le cuestan los recursos <sup>11</sup>a la empresa, para esto se distingue como variable el Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC), definido en pocas palabras, como una medida que permite conocer el mínimo de rentabilidad para cubrir obligaciones de la empresa, dando a conocer que al estar inferior a la rentabilidad, la empresa podrá crear valor.

---

9 Oriol Amat 2005: "E.V.A Valor Económico Agregado"

10 Escalera Chávez y Herrera Santiago: "Modelo para generar valor económico agregado para las empresas"

11 Briseño Ramírez, Hugo. Indicadores Financieros

En conclusión, el EVA permite cambiar el sistema de evaluación financiera de la compañía, aportando información importante para los administradores y accionistas de la misma, y generando mayor confianza a clientes y proveedores, considerando que la información es más real, también permite saber con claridad, si la empresa genera valor o destruye el capital de los accionistas.

## 2.4.2 MARCO CONCEPTUAL

**RIESGO FINANCIERO:** Se refiere a la probabilidad de ocurrencia de un evento que tenga consecuencias financieras negativas para una organización.

“Los riesgos financieros corresponden a la incertidumbre existente alrededor del alcance de los objetivos trazados en materia de rendimiento de la inversión, cuando se interviene en ambientes económicos caracterizados por la volatilidad de los índices de inflación, de las tasa de interés y de los coeficientes de devaluación” libro: Gerencia Financiera y Diagnostico Estratégico, autor, ALBERTO ORTIZ GÓMEZ- McGraw Hill Interamericana S.A. 2005

Los riesgos a que se enfrenta una entidad en marcha, son el riesgo de liquidez, originado por la dificultad de convertir un activo en recurso líquido o de tener que venderlo a un menor precio. El impacto de este riesgo, corresponde a la disminución de recursos monetarios comprometidos en la operación de la empresa, atención de la deuda, pago a proveedores de bienes y servicios, pago de impuestos.

El riesgo de crédito, definido por Mascareñas, como *“la incertidumbre asociada al rendimiento de la inversión debido a la posibilidad de que la empresa no pueda hacer frente a sus obligaciones financieras (principalmente, al pago de intereses y la amortización de las deudas)”*<sup>12</sup>

Este riesgo depende del grado de apalancamiento o nivel de endeudamiento de la compañía y de la tasa de interés, entre más altos sean estos, mayor será la posibilidad de incumplimiento, situación que conlleva al aplazamiento o no pago de la retribución a los inversionistas.

Riesgo de inflación, se presenta cuando la inflación se incrementa, respecto de la pronosticada en el momento de realizar una inversión. En el caso de las empresas, también puede presentarse cuando los costos de los factores productivos se incrementan por la inflación, y este efecto no puede ser transferido a los precios de los bienes, en este caso los empresarios se ven expuestos a problemas de insolvencia y reducción de sus márgenes de utilidad.

---

<sup>12</sup> MASCAREÑAS PÉREZ, Juan.” Innovación Financiera: Aplicaciones para la Gestión Empresarial”

Riesgo de tasa de interés, se asocia con las dificultades que pueden presentarse por el comportamiento de la tasa interés, en el financiamiento, los costos de capital y la rentabilidad.

Riesgo cambiario, resalta las consecuencias que tiene las fluctuaciones de la tasa de cambio en el costo de capital, por préstamos externos, en el volumen de ventas por exportaciones y en el costo de las importaciones.

**GERENCIA BASADA EN VALOR:** Proceso integral diseñado para mejorar las decisiones estratégicas y operacionales hechas a lo largo de la organización, a través del énfasis en los inductores de valor corporativos.

*“Es un grupo de herramientas gerenciales que facilita el manejo de las operaciones de la empresa y ayuda a incrementar el valor de los inversionistas (accionistas y acreedores). Es un sistema de medición y compensación diseñado para motivar a los trabajadores, con la finalidad de que en sus actividades se centren en la creación de valor”<sup>13</sup>.*

Se dice que es un conjunto de herramientas, porque asocia distintas disciplinas, como las finanzas, la contabilidad, la planeación estratégica, concluyendo, entre otras, que se crea valor cuando se invierte en mercados donde la empresa tiene ventajas competitivas, cuando se ejecutan proyectos cuyo costo de capital es inferior, a los retornos obtenidos.

**FLUJO DE CAJA LIBRE OPERACIONAL:** *“Es el flujo de caja que queda disponible para los acreedores financieros y los socios. A los acreedores financieros se les atiende con Servicio a la Deuda (capital más intereses), y a los propietarios con la suma restante, con la cual ellos toman decisiones, una de las cuales es la determinación de la cantidad a repartir como dividendos”<sup>14</sup>.*

Como lo menciona, Werner Zitzmann, Riedler, en su libro Valoración de empresas con Excel, *“el flujo de caja libre de la firma es la tesorería remanente, después de tener en cuenta los gastos de operación e impuestos, pero antes del pago de la deuda y los dividendos”*.

El objetivo del flujo de caja libre operacional, es determinar la posibilidad de atender los compromisos adquiridos con las fuentes de financiación de la compañía, es decir, con bancos y accionistas.

---

<sup>13</sup> CHU RUBIO, Manuel. Finanzas para no Financieros

<sup>14</sup> GARCÍA S. Oscar León, «Administración financiera fundamentos y aplicaciones»

**COSTO DE CAPITAL:** Costo promedio de los recursos utilizados para financiar las inversiones de una empresa. El WACC, es la tasa de descuento operacional de un proyecto.

Para determinar el costo de los pasivos financieros, se puede obtener la tasa interna de retorno, de los flujos de caja originados por los préstamos adquiridos y los pagos asociados a la amortización e intereses.

El costo de capital de los accionistas, presenta algunas dificultades en el momento de su estimación, razón por la cual, académicos de diferentes escuelas han estudiado distintos métodos para hallar su valor, entre ellos se encuentran:

- La asignación subjetiva, su punto de partida es la rentabilidad deseada por el inversionista, que refleja diferentes percepciones del riesgo, la preferencia por liquidez, el sector económico, el nivel cultural, entre otros.
- Modelos de flujos de caja descontados, a esta categoría pertenecen los modelos de Gordon y Shapiro, el costo de capital del inversionista se determina a partir de la corriente futura de flujos de caja del accionista y descontar a valor presente estos montos.
- Capital Assent Pricing Model (CAPM), o Modelo de asignación de precio a los activos o Modelo de mercado, fue desarrollado por el profesor William Sharpe, en 1964, se fundamenta en las hipótesis que todos los inversionistas tienen expectativas homogéneas sobre la rentabilidad futura de todos los activos, pueden invertir y tomar prestado a la tasa libre de riesgo, no hay costos de transacción, todos tienen aversión al riesgo y tienen el mismo horizonte temporal.

**VALOR ECONÓMICO AGREGADO EVA:** *“Valor generado después de cumplir con las obligaciones de la empresa. Puede entenderse como un indicador que calcula la capacidad que tiene una empresa para crear riqueza, teniendo en cuenta la eficiencia y productividad de sus activos, así como la estructura de capital y el entorno dentro del cual se mueve”<sup>15</sup>.*

El EVA constituye una medida de desempeño, que busca identificar el nivel de riqueza que le queda a una empresa, después de asumir el costo de capital, de acreedores y accionistas.

El EVA considera la productividad de todos los factores empleados, para desarrollar el objeto social de la compañía, en resumen, corresponde al excedente de recursos, una vez se han atendido todos los gastos y satisfecho la rentabilidad

---

<sup>15</sup> ORTIZ ANAYA, Héctor. “Análisis Financiero Aplicado con Análisis del Valor Agregado”

mínima esperada por parte de los accionistas. En consecuencia, se crea valor cuando la rentabilidad generada supera el costo de oportunidad de los accionistas.

**EBITDA:** Determina lo que genera actividad propia del negocio principal de la empresa; no obstante, excluye las amortizaciones, un gasto necesario para la actividad que tiene unas características muy concretas<sup>16</sup>. Es decir evidencia la caja que genera la operación.

El EBITDA, es la utilidad en efectivo que la compañía tendrá para cubrir: impuestos, incrementos del capital de trabajo neto operativo, inversión en activos fijos productivos, atención de la deuda y distribución de utilidades a los accionistas.

**ROA:** *“Determina la factibilidad del proyecto a partir de su operatividad, sin recurrir a los niveles de apalancamiento financiero”*.<sup>17</sup> Dicho en otras palabras da conocimiento sobre lo que se está generando a partir de la productividad de los activos.

**ROE:** *“Determina cuando adicionalmente al retorno económico, incluimos los niveles de financiamiento y obtenemos el retorno final del accionista”*<sup>18</sup>. Permitiendo de esta manera indicar la rentabilidad de los accionistas.

**NOPAT:** Es el beneficio operacional después de impuestos y es comúnmente utilizado para calcular el EVA.

El NOPAT permite calcular el rendimiento operativo y la rentabilidad, considerando las ganancias de la compañía sin tener en cuenta los ingresos y gastos financieros, al admitir que éstos no son controlados directamente por los gerentes de la entidad.

El NOPAT muestra las ganancias obtenidas por la compañía, cuando no tiene deuda de capital, por lo que representa de manera precisa la eficiencia operativa de una empresa.

## **2.5. DIAGNÓSTICO FINANCIERO EMPRESA COLOMBINA S.A.**

Para el desarrollo del diagnóstico financiero se realizó un análisis financiero del comportamiento de la empresa, y el entorno en el cual se desenvuelve, determinando el riesgo al cual está expuesta.

---

<sup>16</sup> Puerta Gómez, Joaquín. “El secreto para interpretar balances de un vistazo”

<sup>17</sup> .16. LEÓN Carlos “Evaluación De Inversiones»»

## 2.5.1 ANÁLISIS CUALITATIVO

**2.5.1.1 Entorno Económico.** El ámbito internacional de la economía es ilustrativo, las calificadoras más representativas conceptúan al país con grado de inversión, significando que la inversión extranjera directa está interesada en seguir entrando al país. El país tiene canales de fácil acceso al mercado internacional cada vez más claros, la alianza que se busca para el Pacífico continua en procesos de consolidación y se está adelantando la generación de los comités buscando las mejores prácticas de política pública para ingresar a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD), lo que significaría una carta de navegación para lograr el bienestar de los ciudadanos, en donde la desigualdad no puede ser tan profunda como lo es en la actualidad.

No se puede dejar a un lado que el último año ha sido influenciado por grandes dificultades, y el escenario económico mundial aún es incierto. El desplome reciente del valor internacional del petróleo, la desaceleración en la economía mundial de China, y la crítica situación económica de los países de la región como los son Venezuela, Brasil entre otros.

Para los próximos años, se prevé será un entorno difícil de crecimiento a nivel mundial, los factores externos determinaran el crecimiento con un porcentaje bajo, si es cierto, Estados Unidos se recupera de manera lenta, y Europa está viendo la salida a su crisis, China se desacelerará. De igual manera Rusia tiene dependencia del petróleo y gas, de continuar el petróleo devaluándose, la situación se puede volver crítica, y el crecimiento se tornaría negativo.

En sí, el panorama se observa inestable macroeconómicamente, en todos sus frentes, la inflación, el valor del petróleo presentara recesión, la producción persiste con altos niveles de escasez, Brasil registra dos trimestres con cifras negativas en tema de crecimiento, y en Argentina se prevé una situación recesiva, haciéndola más crítica por los problemas que enfrentan con la deuda externa.

Es importante señalar que la inflación, ha estado desde el año 2009, alrededor del 3 % y desde el año de 2010, el Banco de la República estableció como meta el 3%, con rangos entre -1 y +1 punto porcentual.

Por otro lado, la tasa de interés del último año fue modificada por el Banco de la República, hacia una política menos expansiva, aumentando la tasa de referencia de 3,5 % al 4,5 %. Con referencia al mercado cambiario, éste presentó dos fases, una primera mostrando revaluación, en la cual la TRM se ubicó en \$1.920, pasando a \$1.850 y terminado en \$2.300, evidenciando una devaluación del peso.

La tasa de cambio se explica por la agrupación de varios factores externos e internos: en lo externo, las expectativas de un cambio en la política económica norteamericana hacia una política restrictiva, un mejor desempeño de la economía

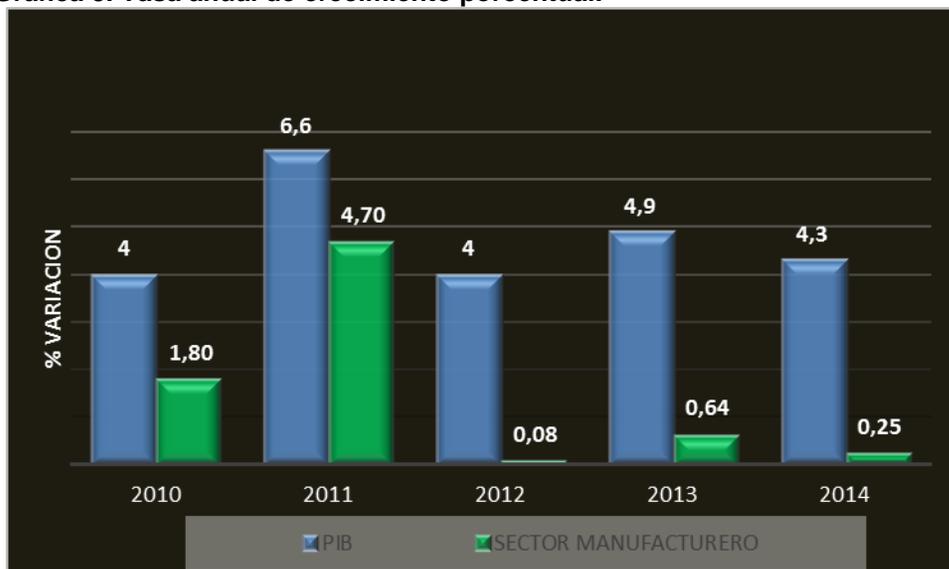
de Estados Unidos, y, en lo interno, están un menor ingreso de recursos por endeudamiento del sector público en dólares, y, una importante intervención del Banco de la República en el mercado cambiario.

Para Colombia el panorama no es del todo gris, el país persiste en la senda de la estabilidad, por la solidez en el posicionamiento dentro de la región, los esfuerzos del país por aplicar buenas prácticas económicas y la buena demanda de la vida doméstica.

El país durante los últimos cinco años 2010 - 2014, ha tenido un comportamiento de la economía favorable, obteniendo tasas de crecimiento superiores a la media de la economía mundial, que en 2014 fue del 2.6%, superando los efectos iniciales de la reducción de los precios internacionales del petróleo, e impulsado principalmente por la construcción y los servicios.

Estos resultados también obedecieron al buen dinamismo de la inversión productiva, la reducción de la tasa de desempleo a un dígito, el acceso a mercados internacionales mediante la firma de tratados de libre comercio y acuerdos comerciales bilaterales y multilaterales.

**Gráfica 3. Tasa anual de crecimiento porcentual.**



Fuente: Elaboración propia con datos DANE

El desarrollo económico de Colombia, se destacó por mantenerse en un 4%, significando que los sectores económicos aumentaron su actividad, sin embargo, el crecimiento de la economía se vio amenazado por factores como la inseguridad, el contrabando y la informalidad laboral, a lo anterior se suma la caída de producción y de los precios del petróleo y la desaceleración de la economía china

y venezolana, afectando a Colombia por ser tan sensible a los problemas económicos internacionales.

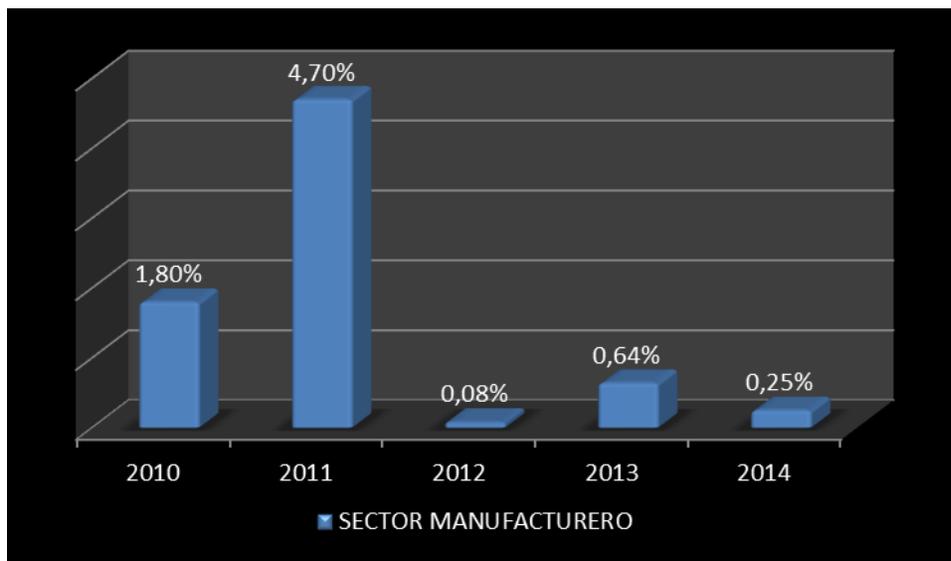
Se tienen perspectivas de crecimiento sobre un 3%, por parte del Banco de la República, influenciado por el comportamiento de la economía nacional del año anterior y por proyectos de infraestructura como el 4G, generando estos tipos de inversión, confianza para captar recursos del extranjero que ayuden al desarrollo nacional, haciendo que el país tenga una de las economías más sólidas de la región.

Es importante destacar, que a pesar de haber logrado en el 2014, una buena tasa de crecimiento, esta no fue la regla en todos los sectores económicos.

**2.5.1.2 Industria Manufacturera.** Las dificultades que se presentan en el sector manufacturero, no se limitan únicamente a Colombia, la región en sí, presentó caídas en sus producciones, el sector manufacturero apenas está saliendo de la recesión, frente a la región, el país presenta un dato positivo frente a los demás países.

La industria del país en los dos últimos años, ha presentado un leve crecimiento frente al año 2011, después de la caída en el año 2012; esta situación se presentó debido a factores como la apreciación de la moneda, la baja colaboración de las políticas de generación de empleo en el sector manufacturero, el aumento de importaciones de dicho sector, la falta de articulación y encadenamiento entre la academia, los gremios, los industriales, las instituciones gubernamentales o la dinámica mundial, han sido causa de la caída industrial en el país.

**Grafica 4. Crecimiento porcentual industria.**



Fuente: Elaboración propia con datos DANE

Ocasionando al país, pérdida de generación de empleo, disminución en la innovación tecnológica, lo que conlleva a un peso menor de la industria como suma al PIB nacional, y eso a su vez, implica una menor dinámica productiva.

Sin embargo, entidades como el BBVA proyectan dentro de la industria al sector de alimentos, como uno de los sectores con resultados positivos, dentro de las expectativas de crecimiento, siendo uno de los pocos que ha tenido un comportamiento de poca actividad dentro del PIB nacional, a pesar de los malos resultados que ha tenido en ventas y producción.

Se estima con resultado positivo, teniendo como oportunidad un aumento en la demanda de productos alimenticios, impulsado por familias consumiendo productos y un mayor poder adquisitivo de los consumidores. Estos factores permiten visualizar en el sector, un ambiente de crecimiento para la industria la cual impacta la economía.

Es importante mencionar que en busca del desarrollo de este sector, el país está encaminado en generar acuerdos comerciales que permitan abrir nuevos mercados, para aprovechar las ventajas que trae la internacionalización.

Concluyendo, el Gobierno Nacional prevé, que el sector tendrá oportunidad de crecimiento con el aumento de la demanda que se genere, será un factor que favorecerá, así como la devaluación, permitiendo el aumento de la exportación, los incrementos en productividad y el desarrollo de nuevos productos y diversificación de portafolio de las empresas que se mueven en el sector.

De la misma manera, no se puede dejar a un lado los grandes retos y riesgos que tendrá el sector, deberá estar a la vanguardia de la tecnología en la producción, ya que le permitirá a las empresas optimizar procesos en los ciclos de producción y ventas, sobrepasar las dificultades en la entrega de sus productos y distribución de los mismos a nivel nacional e internacional, mejorando cada día los canales de distribución, así como manejar el aumento de los costos de las materias primas, ya que los fenómenos naturales pueden impactar el panorama de la industria. Con estos factores se puede estancar el crecimiento que prevé el Gobierno.

## **2.5.2 ANÁLISIS CUANTITATIVO**

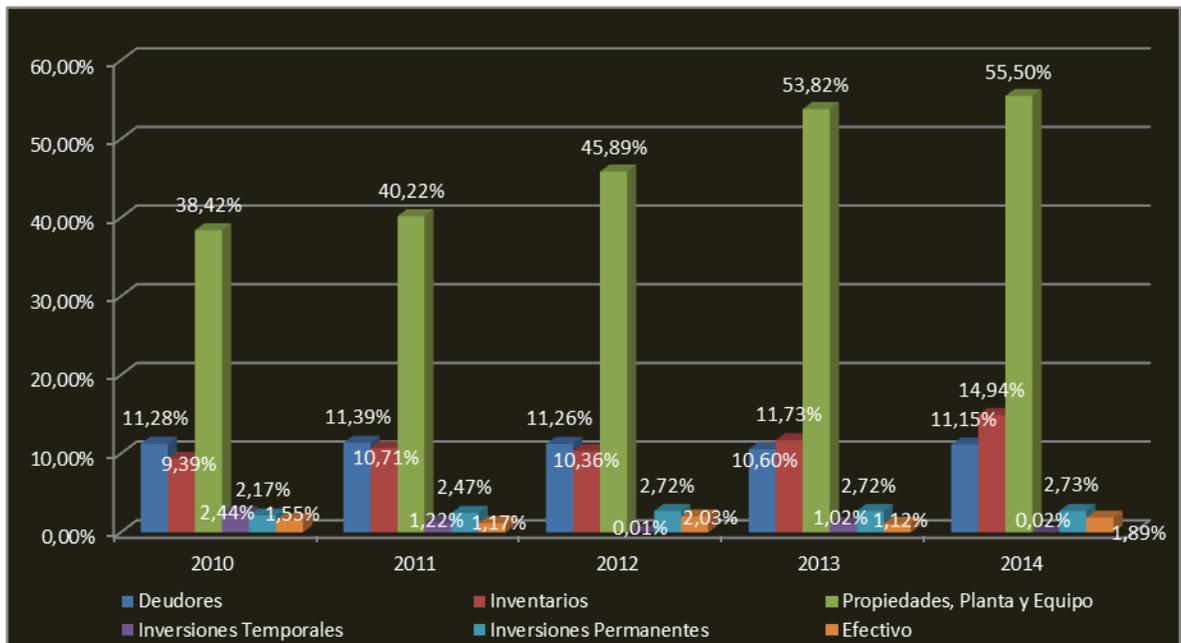
Colombina S.A, es una empresa que ha presentado un comportamiento financiero positivo en sus estados financieros, y su desarrollo ha estado enfocado en la innovación y diversificación de sus productos, identificando cada día la necesidad del consumidor, lo que ha permitido estar dentro de los primeros lugares en el mercado nacional y aumentar su participación en el extranjero, donde tiene filiales.

De acuerdo con la actividad de la empresa, se pueden sugerir estructuras de activos diferentes. Los principales activos de una empresa manufacturera son los

activos fijos que incluyen propiedades, planta y equipos y los inventarios de materia prima, producto en proceso y producto terminado.

Es característico de estas entidades, una participación en el total de los activos, así: Inventarios y Cuentas por Cobrar entre un 20% y el 40%, Activos Fijos entre el 30% y 50%, del total de los activos.

**Grafica 5. Participación de activos**



Fuente: Elaboración propia con datos Estados Financieros Empresa.

Para el caso de Colombina S.A., se observa que la participación de la propiedad, planta y equipo, los inventarios y las cuentas por cobrar, están cerca a los parámetros mencionados anteriormente.

En 2014, la participación de las propiedades, planta y equipo correspondían al 55%, durante este período Colombina S.A., realizó inversiones en cada línea de producto, así:

- Confitería, se invirtieron \$50.487 millones dirigidos a ampliaciones de capacidad de productos estratégicos con alta demanda como Bom Bon Bum, gomas, chocolates y masmelos, se continúa con la construcción de la Fase III de una planta de tratamiento de aguas residuales;
- Galletería, se adquirieron activos fijos productivos por valor de \$3.000 millones;
- Conservas, se realizaron inversiones en activos productivos por valor de \$7.597 millones.

- Helados, se realizaron inversiones en activos productivos por valor de \$18.392 millones, incrementando los congeladores, la capacidad de producción y almacenamiento.

**Tabla 1. Rotación de cartera.**

Detalle	2010	2011	2012	2013	2014
Periodo de rotación de cartera	36	34	34	36	39

Fuente: Elaboración propia con datos Estados Financieros Empresa.

La participación de las cuentas por cobrar Clientes, en el total de los activos de Colombina S.A., corresponde al 11% para los últimos años, lo que indica que ha permanecido estable o en equilibrio a las ventas.

**Tabla 2. Rotación de inventarios.**

Detalle	2010	2011	2012	2013	2014
Periodo de rotación de inventarios	67	69	63	69	81

Fuente: Elaboración propia con datos Estados Financieros Empresa.

La participación de los Inventarios, en el total de los activos de Colombina S.A., corresponde al 15% para el año 2014 y al 13% para el año 2013, de acuerdo con la rotación de inventarios en el 2014, Colombina S.A., tardaba 81 días en vender su inventario, mostrando un leve aumento, lo que conlleva el riesgo de mantener stock de inventarios ociosos.

**Tabla 3. Productividad del Capital de Trabajo Neto Operativo.**

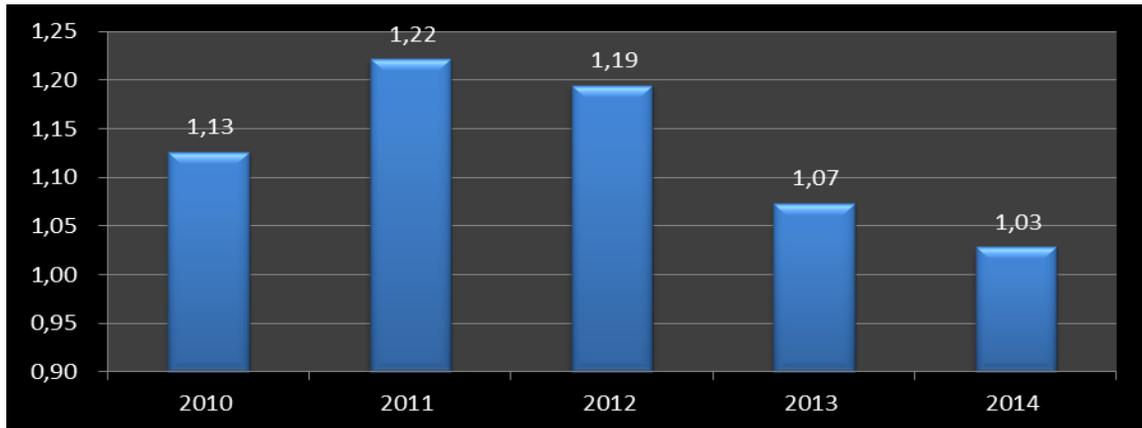
Detalle	2011	2012	2013	2014
Productividad del Capital de Trabajo Neto Operativo	8.6%	8.6%	8.0%	11.4%

Fuente: Elaboración propia con datos Estados Financieros Empresa.

La productividad del capital de trabajo calculada para Colombina S.A., presenta un crecimiento en el año 2014, frente a los anteriores, donde había permanecido relativamente constante. Este comportamiento obedece al incremento del capital de trabajo neto en el año 2014, como respuesta a su estrategia de crecimiento, las cuales buscan mejorar la rentabilidad del negocio y continuar con el aumento en ventas en nuevos mercados y en las filiales internacionales.

Adicionalmente, aun cuando Colombina presentó crecimiento en sus ingresos operacionales durante el año 2014, también se vio afectada por el incremento de los costos de materia prima, afectando el valor de las cuentas por pagar a proveedores.

**Grafica 6. Productividad de activo fijo**



Fuente: Elaboración propia con datos Estados Financieros Empresa.

La productividad del activo fijo, es un inductor operativo que indica la forma como es aprovechada la capacidad instalada, en el proceso de generar valor para los propietarios de la compañía. Se refiere a la utilización adecuada del capital invertido en propiedades, planta y equipo; su eficiencia se observa desde el punto de vista del logro de mayores ventas con un determinado nivel de inversión en activos fijos. Este inductor permite observar la existencia de activos ociosos, que generan costos adicionales y deterioran la rentabilidad.

En 2014, el cálculo de este inductor para Colombina S.A., da como resultado 1.03 para el año 2014 y 1,07 para el año 2013, significa que por cada peso invertido en propiedades, planta y equipo la compañía vendió \$1,03 para el 2014 y \$1,07 para 2013. Este resultado se puede considerar favorable, dadas las condiciones de crecimiento e inversión estratégica empleadas por la entidad, enfocadas en la ampliación de la capacidad instalada, el desarrollo y montaje de nuevas líneas de productos. Adicionalmente en el 2014, un hecho que afectó la Propiedad, Planta y Equipo fue la venta de bienes inmuebles por valor de \$17.082 millones.

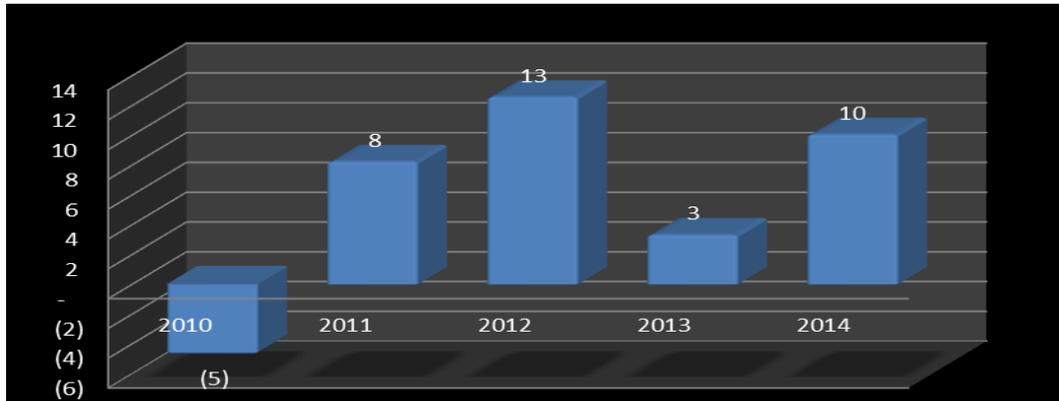
La productividad del activo fijo se refiere a la utilización adecuada del capital invertido en propiedades, plantas y equipos; la eficiencia se observa desde el punto de vista del logro de mayores ventas con un determinado nivel de inversión en activos fijos; es de gran importancia para la empresa no mantener capacidad ociosa que produce costos adicionales y deteriora la rentabilidad.

Una de los aspectos importantes con relación a los activos fijos, es la implementación de Estrategias que minimicen esta inversión sin afectar las utilidades.

**2.5.2.1 Ciclo de Conversión de Efectivo.** El ciclo de conversión de efectivo es un indicador de gestión financiera, con el que se interpreta el tiempo promedio en

el que una organización debe recurrir al endeudamiento externo, para el desarrollo de su operación básica.

**Grafica 7. Ciclo conversión de efectivo.**



Fuente: Elaboración propia con datos Estados Financieros Empresa.

Respecto al ciclo de conversión de efectivo que maneja la empresa Colombina S.A., en 2014, se observa que el periodo de conversión de inventarios, es decir, el tiempo promedio que permanece la mercancía en el almacén hasta que se vende es de 52 días; el periodo de cobranza o tiempo en el que le pagan sus clientes es de 39 días; el periodo de Post Posición o tiempo en el que la compañía le paga a sus proveedores es de 81 días.

Por lo anterior, el tiempo promedio en que Colombina S.A., debe recurrir al endeudamiento externo, para el desarrollo de su operación básica es de 10 días, en 2013 correspondía a 3 días, estando en promedio durante los últimos cinco años en rango de 10 días.

**2.5.2.2 Estructura Financiera.** La estructura financiera de Colombina S.A., es la siguiente:

**Grafica 8. Estructura Financiera.**



Fuente: Elaboración propia con datos Estados Financieros Empresa.

Se observa que la participación del Pasivo, es superior a la participación del patrimonio. Los principales componentes del pasivo son los proveedores y las obligaciones financieras de corto y largo plazo.

Para determinar la estructura financiera no se tuvo en cuenta el superávit por valorización y la revalorización del patrimonio, de la cuenta del patrimonio, por cuanto estas partidas, representan incrementos patrimoniales por conceptos que no generan efectivo a la empresa. En el caso específico de la revalorización, no implica por sí misma, un incremento real de los recursos de la compañía, así como tampoco un aporte adicional y menos una utilidad.

Con referencia al mercado global, esta estructura en gran medida es favorable, porque está en pro de buscar el crecimiento, teniendo una confianza en la tradición que lleva en el país y la incursión e innovación de nuevos productos hacia todo tipo de población, basados en pasivo que es el endeudamiento más barato, y que al final del ejercicio ha mostrado resultados positivos para la empresa.

**2.5.2.3 Estructura de Capital.** La estructura de capital de la empresa, es la composición del capital o recursos financieros que la empresa ha captado u originado, corresponde a las deudas y obligaciones de la empresa, clasificándolas según su procedencia y plazo.

La composición de la estructura de capital en la empresa es relevante, ya que, para intentar conseguir el objetivo financiero establecido: maximizar el valor de la empresa, se debe lograr la mezcla de recursos financieros que proporcionen el menor costo posible, con el menor nivel de riesgo.

**Tabla 3. Estructura de capital.**

Detalle	2010	2011	2012	2013	2014
Obligaciones Financieras	\$ 12.679,00	\$ 28.158,00	\$ 34.599,00	\$ 32.563,00	\$ 91.912,00
Obligaciones Financieras a Largo Plazo	\$ 267.409,00	\$ 290.958,00	\$ 327.983,00	\$ 415.184,00	\$ 437.480,00
Patrimonio	\$ 84.795,00	\$98.311,00	\$ 115.600,00	\$ 136.125,00	117.319,00
<b>TOTAL</b>	<b>\$ 364.883,00</b>	<b>\$ 417.427,00</b>	<b>\$ 478.182,00</b>	<b>\$ 583.872,00</b>	<b>\$ 1646.711,00</b>

Fuente: Elaboración propia con datos Estados Financieros Empresa.

Al cierre de la vigencia 2014, Colombina S.A., presentó deuda financiera por valor de \$529.392 millones. La principal obligación de largo plazo de la empresa la conforman tres emisiones de bonos locales por valor total de \$200.000 millones, con vencimientos entre los años 2016 y 2019. Colombina tiene también préstamos con Grupo Bancolombia (Bancolombia, Leasing Bancolombia y Bancolombia

Panamá), con Citibank en Colombia y Guatemala y con Helm Bank, entre otras obligaciones.

La deuda se incrementó al cierre del 2014 en \$81.645 millones, frente al año anterior, desmejorándose temporalmente el índice de endeudamiento.

El indicador de cobertura de interés (Ebitda / Interés) pasó de 6,48 en 2013 a 4,46 en 2014, como consecuencia del incremento de la deuda financiera y la disminución del Ebitda.

El Indicador de deuda financiera vs Ebitda, por las mismas razones mencionadas anteriormente muestra un comportamiento desfavorable, al pasar de 2,30 en 2013 a 3,22 en 2014.

Para ambos efectos, se deduce que los indicadores aunque presentan una reducción en la cobertura de interés y un aumento con referencia a la deuda financiera, para la empresa son resultados aún positivos, mostrando favorabilidad a la hora de cubrir deuda financiera.

El aumento de la deuda se utilizó para continuar el plan de inversiones de la Compañía, adquiriendo activos productivos. La proyección de la entidad, para los próximos años es que el apalancamiento comenzará a disminuir, conforme se reduzcan las necesidades de inversiones de capital.

El efecto que origina esta estructura de capital, en la búsqueda de crear valor en la empresa, es que al disminuir el costo promedio ponderado de capital, permitirá que la empresa agregue valor y por ende, recibirá un mejor resultado final en la búsqueda de mayores utilidades.

**2.5.2.4 Indicadores Financieros.** A continuación se presenta indicadores de gestión financiera, permitiendo visualizar el comportamiento de la empresa durante los últimos cinco años, periodo que se estableció para realizar el análisis.

A su vez dará respuesta a la incógnita, de sí a aún con las utilidades de la empresa, ésta, genera o destruye valor.

### 2.5.2.4.1 Ingresos Operacionales – Ebitda

**Grafica 9. Desempeño ventas y Ebitda**



Fuente: Elaboración propia con datos Estados Financieros Empresa.

El Ebitda es la utilidad en efectivo que la compañía tendrá para cubrir: impuestos, incrementos del capital de trabajo neto operativo, inversión en activos fijos productivos, atención de la deuda y distribución de utilidades a los accionistas.

El Ebitda durante los ultimo cinco años ha tenido un comportamiento constante, en 2014, presenta una disminución de 2,73% frente al año 2013, a pesar del crecimiento de los ingresos operacionales, en 5% frente al año anterior, debido a que se registraron incrementos importantes en los costos de las principales materias primas, en especial los derivados del cacao; el 23% de aumento en el licor de Cacao y 43% en Manteca, el precio del azúcar también aumentó 8%. La utilidad operacional alcanzada fue de \$93.098 millones, inferior al año anterior en un 30%, debido principalmente, al menor ingreso y margen en las ventas realizadas en Venezuela, ocasionado por la alta devaluación del bolívar frente al dólar, sin embargo, se logró atenuar con el crecimiento del 19% en nuevos mercados en Arica y Norte América y el mejor desempeño en otras regiones del Área Andina.

En el 2014, Colombina S.A., obtuvo ingresos operacionales por \$1.465.656 millones, presentando un crecimiento del 5% frente al año anterior. La utilidad operacional fue de \$93.098 millones, presentando una reducción del 30% con relación al año anterior, como resultado del crecimiento en los costos y gastos en mayor proporción frente a los ingresos operacionales.

El incremento en ventas se origina, por el lanzamiento de nuevos productos al mercado, que generan buena acogida y por ende excelente ingresos, como galletas crakeñas, pastas, jugos.

En la tabla siguiente se observa el Margen Ebitda entre Colombina S.A y su principal competencia la empresa Nutresa S.A, el cual es cercano entre las dos compañías, el margen Ebitda está asociado a la generación de valor en la medida en que su aumento implica un efecto favorable sobre el Flujo de Caja Libre, refleja el efecto de las estrategias enfocadas a incrementar los ingresos o reducir los costos y gastos.

**Tabla 4. Margen Ebitda Colombina vs Nutresa**

Empresa	2010	2011	2012	2013	2014
Colombina S.A.	11,3%	13,3%	12,7%	13,8%	11,0%
Nutresa S.A.	12,5%	11,2%	12,8%	14,1%	13,4%

Fuente: Elaboración propia con datos Estados Financieros de Empresa.

**2.5.2.4.2 Productividad Capital de Trabajo (PKT).** Este indicador permite determinar que las compañías presentan un aumento en el capital de trabajo y el aprovechamiento de éste, el desmejoramiento de este inductor obedece al aumento de los inventarios y de las cuentas por cobrar. Significando que están demandando caja frente al margen Ebitda. El aumento de estas cuentas se originó por la alta producción de la empresa y la incursión en nuevos mercados.

**Tabla 5. Productividad PKT**

Empresa	2011	2012	2013	2014
Colombina S.A.	8,6%	8,6%	8,0%	11,4%
Nutresa S.A.	11,9%	9,2%	9,2%	10,9%

Fuente: Elaboración propia con datos Estados Financieros de Empresa.

Del cuadro anterior, podemos concluir que hasta el año 2013, Colombina S.A., fue mas eficiente que Nutresa S.A., en la medida en que para operar, necesito menos capital de trabajo por peso vendido.

**2.5.2.4.3 Palanca de Crecimiento PDC.** Para las compañías en estudio, este indicador es favorable, debido a que las empresas están generando efectivo, que aunque no es un resultado muy atractivo, es positivo en la medida en que permita mejorar la liquidez y la posibilidad de cumplir con los compromisos de la empresa.

**Tabla 6. Palanca de Crecimiento**

Empresa	2011	2012	2013	2014
Colombina S.A.	1,5	1,5	1,7	1,0
Nutresa S.A.	0,9	1,4	1,5	1,2

El cuadro anterior sugiere, que tanto para Colombina S.A., como para Nutresa S.A., es atractivo crecer; aun cuando el resultado para el año 2014, presenta disminución frente al periodo anterior, principalmente por el comportamiento del margen ebitda ante el incremento del costo de algunas materias primas.

Que la palanca de crecimiento sea positiva y mayor a uno (1), indica que las compañías cuentan con flujo de caja suficiente para cubrir sus necesidades de atención a la deuda, reparto de utilidades e inversión estratégica, sin evidenciarse riesgo operativo y financiero.

#### 2.5.2.4.4 ROA (Rentabilidad Sobre Activos) – ROE (Rentabilidad de Capital)

Grafica 10. Relación ROA -ROE.



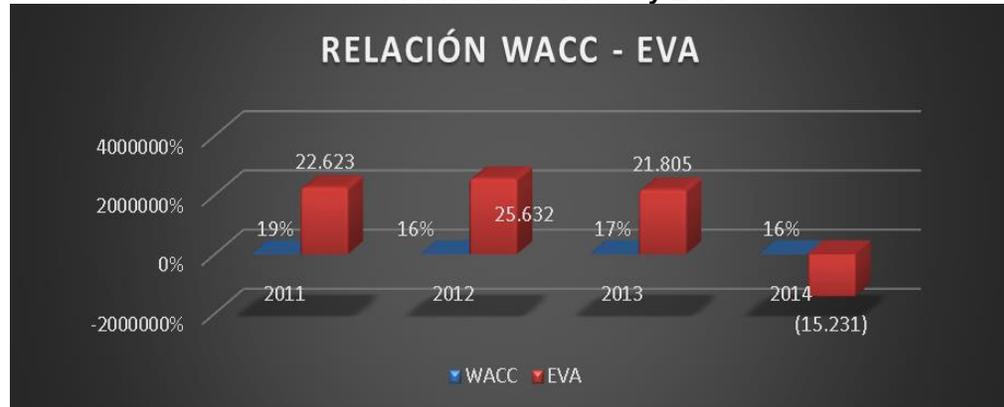
Fuente: Elaboración propia con datos Estados Financieros Empresa.

La empresa durante el periodo de análisis 2011- 2013, reflejaba una rentabilidad sobre activos promediando, lo que indicaba que tenía una eficiencia en la utilización de los mismos para la producción. Para el año 2014, el ROA corresponde al 6,53% presentando una disminución de 3,82 puntos respecto al año 2013; lo que permite decir que la empresa a pesar de aumentar las ventas, por la inversión que realizaron en activos, no obtuvo beneficios suficientes; al aumentar los inventarios, la rentabilidad sobre los activos disminuyó; para mejorar este indicador debe incrementar el margen operacional, la rotación de activos, aumentar las ventas.

Con referencia a la rentabilidad de capital se puede observar que ha permanecido estable durante los últimos cinco años. En 2014, el ROE fue del 12,54%, presentando un incremento frente al año anterior, esto es precisamente debido al aumento que se realizó en la deuda, es decir, a la aplicación del apalancamiento financiero; en consecuencia, la financiación del activo con deuda ha viabilizado el crecimiento de la rentabilidad financiera (ROE).

#### 2.5.2.4.5 WACC (Costo Promedio Ponderado del Capital) – EVA (Valor Económico Agregado)

Grafica 11. Relación WACC y EVA



Fuente: Elaboración propia con datos Estados Financieros Empresa.

Colombina para los años 2011 al 2014, presentó un comportamiento estable en el costo promedio ponderado de capital, el cual se ubico en promedio en el 17%; respecto al valor económico agregado, el año 2014, a diferencia de los otros años, presentó un resultado negativo, como consecuencia del bajo resultado del NOPAT y la estructura financiera de ese periodo, con participaciones porcentuales mayores del pasivo frente al patrimonio, lo cual generó incremento en los gastos financieros.

Consecuencia de lo anterior, la participación de la deuda en la estructura financiera corresponde al 89%, y la participación de los recursos propios al 11%, indicando que la compañía se está financiando mediante recursos por obligaciones financieras.

El costo de la deuda antes de impuestos corresponde al 16,8%; teniendo en cuenta una tasa impositiva del 24.02%, el costo de la deuda después de impuestos sería del 11.5%, es decir, luego de descontar el escudo fiscal.

El costo de los recursos propios, es la tasa de retorno que exige el accionista para el riesgo de esa empresa, es decir, la tasa de rendimiento mínima requerida por quienes invierten en la compañía.

Para determinar el costo de los recursos propios ( $K_e$ ), teniendo en cuenta que las acciones de la empresa no han tenido movimiento accionario durante los últimos años, se realizó mediante la deflactación de los rendimientos de los Bonos del Tesoro Nacional de Estados Unidos con un plazo de 10 años, luego se inflactó la tasa libre de riesgo de Colombia; el riesgo país se promedió según datos de la página web Damodaran, para de esta manera determinar la prima de riesgo de mercado.

El riesgo operacional ( $\beta_u$ ), para la industria se obtuvo de la página web de Damodaran, teniendo esta se determinó la Beta apalancada ( $\beta_L$ ).

El cálculo del costo de capital ( $K_e$ ), supone que los accionistas del Grupo Colombina, exigieron tasas de retorno por su inversión en promedio del 40%.

Con la estructura financiera configurada para Colombina S.A., en el año 2014, se obtuvo un WACC del 16%, que representa la tasa mínima de rentabilidad que debía alcanzar la empresa para ser sostenible.

El NOPAT generado durante el año 2014, fue de \$70.739 millones, el cual no fue suficiente para atender el costo de la deuda y el Equity que asciende al valor de \$85.970 millones, razón por la cual, Colombina S.A., generó un resultado negativo en la creación de valor de \$15.231 millones. En este período, es importante mencionar que para el año 2014, la utilidad operativa se vio afectada por los incrementos importantes en los costos de las principales materias primas, en especial los derivados del cacao, el licor de cacao en 23%, la manteca en un 43% y el azúcar en un 8%; y la disminución en las ventas en algunos países como Venezuela por la fluctuación de su moneda. Por otra parte, el ROA presentó un resultado inferior frente a los años anteriores, debido a la baja utilidad operacional y el aumento de los activos.

No obstante, el año 2014 estuvo influenciado por otros ingresos no operacionales, los cuales presentaron un incremento en la cuenta de ganancia en cambio pasando de \$20.346 millones a \$51.157 millones, así como la utilidad en la venta de activos por valor \$18.851 millones.

### **3 METODOLOGÍA**

El trabajo de grado requirió de conocimiento e información preliminares al desarrollo de la herramienta de valoración de empresa, utilizando el método de Valor Económico Agregado “EVA”,

Es importante señalar que para el desarrollo de estas fases operativas no se obtuvo información directa y presencial de la empresa, toda la información recopilada en estas fases son productos de canales secundarios.

Para realizar la aplicación a la empresa Colombina S.A., para el cumplimiento de nuestras metas se establecieron las siguientes etapas:

#### **3.1. RECOLECCIÓN DE INFORMACIÓN RELACIONADA CON EL ENTORNO ECONÓMICO DE LA EMPRESA**

El desarrollo de esta actividad se basó fundamentalmente, en recopilar lecturas e informes históricos de los sectores económicos del país, donde se evidenciaron los comportamientos de la industria y proyecciones dentro del nivel nacional, señalando los factores que pueden ser favorables para un mayor aporte al desarrollo económico nacional.

Descargando información de páginas de Banco de la Republica, DANE, informes financieros de bancos como Bogotá y Bancolombia.

#### **3.2. RECOPIACIÓN Y EVALUACIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA**

Colombina S.A., acorde con su política de sostenibilidad y código de buen gobierno corporativo, publica en su página Web, los informes financieros de fin de año.

Para el logro de esta etapa se acudió a la página web de la empresa y se procedió a descargar los informes de los años en estudio, los cuales contienen los estados financieros de la compañía con sus correspondientes notas e informe de gestión.

Los estados financieros fueron transcritos en Excel, con el fin de analizar el comportamiento de la compañía, calcular los indicadores e inductores de valor, proyectar los resultados de los próximos cinco años y aplicar el modelo de valoración de empresa, utilizando el Valor Económico Agregado – EVA.

### **3.3. COMPARACIÓN DE MERCADO.**

Se realizó análisis del mercado y su importancia en el mercado basado en documentos como informes de mercados y las empresas más competitivas del país.

El desarrollo de la industria en donde se ubica la compañía Colombina S.A., y sus principales competidores, evidenciando el comportamiento de los periodos en estudio.

### **3.4. ESTRATEGIAS DE GENERACIÓN DE VALOR**

Desarrolladas y cumplidas las etapas anteriores, se procedió a realizar los cálculos que permitieron realizar la evaluación del comportamiento financiero de la empresa y la valoración de la misma.

Los cálculos se desarrollaron inicialmente, creando un modelo en Excel, a partir de la información histórica de la compañía, por los años 2010 a 2014, la cual permite efectuar pronósticos de tendencia. Este modelo permitió calcular los indicadores financieros e inductores de valor, algunos de los cuales, fueron la base para elaborar las proyecciones financieras de la compañía.

Las estimaciones de los indicadores macroeconómicos fueron tomadas de las Proyecciones Económicas de Mediano Plazo, presentadas por el Grupo Bancolombia, actualizadas en enero de 2016.

Para definir el plan de inversión previsto por la Compañía, para los próximos tres años, se tomó como referencia el crecimiento promedio del costo de la Propiedad, Planta y Equipo, el cual se presume fue financiado en un 100% a través de endeudamiento financiero, con un costo equivalente a la DTF proyectada más Un (1) punto.

El orden implícito para la proyección de estados financieros, parte de la elaboración del Estado de Resultados, continúa con el Flujo de Caja y finalmente el Balance General, el cual es consecuencia de la causación de los ingresos, costos y gastos, las políticas de cobro, pago, manejo de inventarios, inversión y endeudamiento financiero.

Para la proyección del Estado de Resultados, se determinó el porcentaje de crecimiento geométrico de los Ingresos Operacionales y del Costo de Ventas, teniendo en cuenta que el desempeño de Colombina S.A., ha sido superior al crecimiento del PIB y la inflación en Colombia.

Para proyectar el comportamiento de los Gastos de Administración y de Ventas, se calculó el promedio de la participación de cada uno de ellos, en el total de los

ingresos operacionales anuales. Los Gastos Financieros, se determinaron a partir del plan de inversión adelantado por la compañía y su financiación.

Se elaboraron las tablas de depreciación y amortización, de los Activos Fijos e Intangibles, que actualmente posee la compañía, y la tabla de depreciación de la Maquinaria y Equipo, que se espera adquirir en los próximos tres años, con una vida útil de 10 años.

Se prepararon las tablas de amortización de las Obligaciones Financieras adquiridas por Colombina S.A., tomando como referencia la información presentada en las notas a los estados financieros y el perfil de deuda por vencimiento, y las tablas de las Obligaciones Financieras futuras.

El punto de partida para la proyección del Flujo de Caja, fue el saldo del Disponible del año 2014, a este valor fue adicionado el efectivo proveniente de las ventas de contado y el recaudo de cartera, los aportes de capital (si hubiese), los créditos obtenidos y los rendimientos generados por la inversión de excedentes, para obtener el total de los ingresos.

Los egresos fueron conformados con los pagos de contado de los costos de producción y demás cuentas por pagar (Proveedores), de los Gastos de Administración y de Ventas, el plan de inversión, los Gastos Financieros, la amortización de los pasivos, el pago de impuestos y de dividendos a los inversionistas.

La diferencia entre el total de ingresos y el total de egresos, es el Disponible Neto, partida que se utilizó como dato de entrada en la proyección del Balance General.

El Balance General proyectado, es inicialmente, el resultado del enlace de los saldos y movimientos del estado de resultados y del flujo de caja.

Las cuentas del Activo fueron proyectadas de la siguiente manera:

El saldo de las cuentas Disponible e Inversiones Temporales, fue obtenido a partir del flujo de caja proyectado.

El saldo de las cuentas Deudores e Inventarios, fue estimado a partir de los indicadores de rotación promedio.

La Propiedad, Planta y Equipo, fue proyectada de acuerdo con el plan de inversión de la Compañía, calculando la correspondiente depreciación anual por el método de línea recta.

Las cuentas del Pasivo fueron proyectadas de la siguiente manera:

El saldo de los Créditos de Tesorería, fue obtenido a partir del flujo de caja proyectado.

Las Obligaciones Financiera de corto y largo plazo, fueron proyectadas de acuerdo con el plan de inversión de la Compañía, teniendo como supuesto la financiación del 100% mediante créditos bancarios.

Para establecer el saldo de la cuenta Proveedores, se determinó el valor de las compras del período, a partir del juego de inventarios, y se aplicó el indicador de rotación de proveedores promedio.

Las cuentas del Patrimonio, no requieren proyección; para el modelo se tomó como supuesto que los accionistas no realizarán aportes para la financiación del plan de inversión, y tampoco se realizó distribución de dividendos.

Algunos rubros del Balance General se mantuvieron constantes, tales como Inversiones Permanentes, Valorizaciones, Otros Activos, Obligaciones Laborales, Pasivos Estimados y Provisiones, Pasivos Estimados – Pensiones de Jubilación, Otros Pasivos e Interés Minoritario, Superávit por Valorización y Revalorización del Patrimonio.

Para calcular los ratios financieros, se creó una hoja de cálculo dentro del modelo macro, la cual se alimenta de los estados financieros proyectados.

La valoración permite determinar el valor de mercado de una compañía, en términos de su capacidad para generar liquidez o efectivo. El método de valoración empleado en el presente caso, fue el Valor Económico Agregado – EVA. Este método permite medir el valor agregado que genera una compañía aplicando el costo promedio del capital (WACC), evaluando el desempeño obtenido en función de la creación de riqueza, luego de cubrir las necesidades básicas de la estructura operacional y financiera de la compañía.

Para aplicar el método de valoración Valor Económico Agregado - EVA, fue necesario determinar el Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC); definido éste, como la tasa de descuento con la que los flujos de caja libre futuros se expresan en valor presente, dentro del proceso de valoración de una empresa:

$$WACC = We * Ke + Wd * Kd *(1 - t)$$

En donde:

We, corresponde a la participación del patrimonio, dentro de la estructura financiera de la compañía.

$$W_e = \frac{\text{Patrimonio}}{\text{Patrimonio} + \text{Pasivo Financiero}}$$

$K_e$ , corresponde al costo de recursos propios, es la tasa de retorno que los inversionistas requieren para hacer una inversión del patrimonio en la empresa.

$$K_e = \text{Tasa libre de riesgo} + \beta * (\text{Rentabilidad del mercado} - \text{Tasa libre de riesgo})$$

Para determinar el costo de los recursos propios ( $K_e$ ), teniendo en cuenta que las acciones de la empresa no han tenido movimiento accionario durante los últimos años, se realizó mediante la deflactación de los rendimientos de los Bonos del tesoro Nacional de Estados Unidos con vencimiento a 10 años, luego se inflató la tasa libre de riesgo de Colombia, el riesgo país se promedió según datos de la página web Damodaran, para de esta manera determinar la prima de riesgo de mercado.

El riesgo operacional ( $\beta_u$ ), para la industria se obtuvo de la página web de Damodaran, teniendo esta se determinó la Beta apalancada ( $\beta_L$ ).

$W_d$ , corresponde a la participación del pasivo financiero, dentro de la estructura financiera de la compañía.

$$W_d = \frac{\text{Pasivo Financiero}}{\text{Patrimonio} + \text{Pasivo Financiero}}$$

$K_d$ , es la tasa de interés media ponderada, que la compañía ha de pagar por los préstamos y créditos recibidos. Para el caso, se obtuvo de la relación entre el gasto financiero y el promedio del pasivo financiero,  $(1 - t)$ , conocido como escudo fiscal, en donde  $t$  corresponde a la tasa impositiva de renta.

El paso siguiente para determinar el Valor Económico Agregado, fue hallar el NOPAT, definido como la utilidad operativa (Beneficio antes de intereses e impuestos) menos los impuestos, y restarle el resultado de multiplicar el valor de los recursos totales por el WACC.

Es de resaltar, que el proceso de obtención de datos numéricos y porcentajes, se realizó con los estados financieros históricos de la empresa, sin información suministrada por la empresa de manera interna, lo anterior porque no se contó con autorización explícita, para manejar información contable detallada de la misma.

### **3.5. ESTRUCTURA DEL MODELO**

El modelo financiero fue elaborado en un libro Excel, conformado por las siguientes hojas:

- Inicio: esta hoja presenta los enlaces para moverse dentro del modelo.
- Estados Financieros: En esta hoja se presentan los estados financieros históricos de Colombina S.A., de los años 2010 a 2014.
- Datos Base: Contiene los datos de entrada, necesarios para la proyección de los estados financieros.
- Cálculos Intermedios: En esta hoja se realizaron las operaciones necesarias para proyectar los estados financieros, contiene las tablas de depreciación, amortización de intangibles, amortización de obligaciones financieras.
- Proyecciones: Presenta los estados financieros proyectados, el estado de resultados, balance general y presupuesto de tesorería, del año 2015 al 2019.
- TES: En esta hoja se calcula al costo de los recursos propios, ( $K_e$ ).
- Datos Entrada Valoración: Esta hoja contiene la información requerida para hallar el Valor Económico Agregado – EVA.
- Valoración: En esta hoja se presenta la valoración de la empresa, basada en el modelo del Valor Económico Agregado – EVA.
- Indicadores Financieros: contiene los indicadores financieros de la compañía, como el EBITDA, ROA, ROE, WACC, indicadores de riesgo financiero.
- Ratios: Contiene los índices de rotación de inventarios, cartera, proveedores, liquidez, endeudamiento, actividad y rentabilidad.

## 4 RESULTADOS

La valoración de la empresa Colombina S.A., se basa en el método moderno de Valor Económico Agregado (EVA), tomando como sustento, los datos históricos de la empresa, además de las variables macroeconómicas que puedan afectar el buen desarrollo económico de Colombina S.A.

Los resultados que se presentan, inician con la exposición de los indicadores y conceptos empleados para estimar la proyección de los estados financieros de Colombina S.A., para los próximos cinco años, lo mismo, que los supuestos para desarrollar el plan de inversión destinado a mejorar la productividad de la compañía y su financiación.

Posteriormente, se presentarán los estados financieros proyectados, los indicadores financieros e inductores de valor obtenidos, el modelo de valoración aplicado y su resultado.

El propósito de la valoración, es determinar la creación o destrucción de valor de la empresa Colombina S.A.

### 4.1. SUPUESTOS MACROECONÓMICOS DEL SECTOR Y DE LA EMPRESA

Las estimaciones de los indicadores macroeconómicos, fueron tomadas de las Proyecciones Económicas de Mediano Plazo, presentadas por el Grupo Bancolombia, actualizadas en enero de 2016.

**Tabla 7. Datos Macroeconómicos.**

AÑO	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Inflación en Colombia	6,77%	4,40%	3,10%	3,10%	3,00%	3,00%
Variación PIB real	3,10%	2,60%	2,90%	3,80%	3,90%	4,00%
DTF real	(1,88%)	1,85%	1,38%	1,41%	1,56%	1,36%
DTF 90 días (EA)	5,25%	6,54%	4,62%	4,65%	4,70%	4,50%
Tasa impositiva	34,00%	39,00%	40,00%	42,00%	43,00%	43,00%

Fuente. Elaboración propia con datos de Bancolombia.

Se toman como base los datos macroeconómicos proyectados por Bancolombia, por ser una de las empresas serias del país, teniendo en cuenta que cada una de las variables hacen parte del dinamismo del país y de la misma empresa, como ya se había mencionado en el diagnóstico, son datos externos al dinamismo de la empresa pero que afectan directamente su producción. Por ejemplo la inflación, al no ser la adecuada para el mercado, las empresas tendrán que afrontar un aumento en las materias primas y la DTF afecta el comportamiento financiero por la deuda que la empresa tiene y proyecta adquirir.

La proyección del Estado de Resultados de Colombiana S.A., se realizó a partir de una sola línea de ingresos, cuyo incremento se estimó con el crecimiento geométrico de los ingresos operacionales y del costo de ventas; y la participación de los costos y gastos dentro de los ingresos, como se observa en el siguiente cuadro:

**Tabla 8. Datos históricos de crecimiento.**

<b>DATOS HISTÓRICOS DE CRECIMIENTO COLOMBINA S.A.</b>		
Crecimiento Geométrico de las Ventas	<b>7,67%</b>	
Crecimiento Geométrico Costo de Ventas	<b>7,20%</b>	
Rotación de inventarios promedio	<b>70</b>	<b>Días</b>
Rotación de Cartera promedio	<b>36</b>	<b>Días</b>
Rotación de Proveedores promedio	<b>75</b>	<b>Días</b>

<b>CIFRAS DE COSTOS Y GASTOS</b>	
<b>Como porcentaje de los ingresos anuales</b>	
Gastos de administración promedio	<b>3,86%</b>
Otros gastos de ventas promedio	<b>23,85%</b>
Otros gastos no operacionales promedio	<b>0,76%</b>

Para definir el plan de inversión previsto por la Compañía, para los próximos tres años, se tiene como referencia el crecimiento promedio del costo de la Propiedad, Planta y Equipo, el cual se presume fue financiado en un 100% a través de endeudamiento financiero, con un costo equivalente a la DTF proyectada más Un (1) punto.

**Tabla 9. Plan de inversión.**

<b>AÑO</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Compra Maquinaria	25%	25%	25%	0%	0%

**Tabla 10. Deuda financiera.**

<b>AÑO</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Crédito	100%	100%	100%	0%	0%	100%
Plazo (años)	10	10	10	0	0	0
Margen sobre DTF	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Tasa (EA)	6,30%	7,61%	5,67%	5,70%	5,75%	5,55%
Recursos Propios	0%	0%	0%	0%	0%	0%

El modelo tiene como supuesto el hecho de que los accionistas no realizarán aportes para la financiación del plan de inversión, y tampoco se realizó distribución de dividendos en los períodos proyectados.

Se manejan los datos anteriormente señalados para las proyecciones, por ser el comportamiento constante que ha presentado la empresa, el supuesto de

endeudamiento al 100% con entidad financiera, obedece a cargar el porcentaje de deuda financiera para observar el comportamiento del EVA.

#### 4.2. ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO

Partiendo de los ingresos operacionales se proyectó el estado de resultados, determinado por el promedio de este rubro entre el periodo de 2010 y 2014.

**Tabla 11. Estado de Resultado Proyectado**

<b>Año</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>Ventas</b>	<b>\$ 1.578.028</b>	<b>\$ 1.699.017</b>	<b>\$ 1.829.281</b>	<b>\$ 1.969.533</b>	<b>\$ 2.120.537</b>
Menos costo de ventas sin depreciación	\$ 939.872	\$ 986.954	\$ 1.032.763	\$ 1.098.785	\$ 1.189.065
Menos depreciación planta	\$ 77.805	\$ 104.005	\$ 136.754	\$ 154.948	\$ 154.948
<b>UTILIDAD BRUTA EN VENTAS</b>	<b>\$ 560.351</b>	<b>\$ 608.058</b>	<b>\$ 659.763</b>	<b>\$ 715.799</b>	<b>\$ 776.525</b>
Gastos de administración	\$ 60.891	\$ 65.560	\$ 70.586	\$ 75.998	\$ 81.825
Otros gastos de venta	\$ 346.487	\$ 382.918	\$ 413.982	\$ 447.427	\$ 483.531
<b>Depreciación admón. y ventas</b>	<b>\$ 11.467</b>				
Amortización diferidos e intangibles	\$ 18.368	\$ 10.790	\$ 10.791	\$ 10.792	\$ 10.699
<b>TOTAL COSTOS DE ADMÓN. Y VENTAS</b>	<b>\$ 437.213</b>	<b>\$ 470.734</b>	<b>\$ 506.826</b>	<b>\$ 545.684</b>	<b>\$ 587.522</b>
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>\$ 123.138</b>	<b>\$ 137.323</b>	<b>\$ 152.938</b>	<b>\$ 170.115</b>	<b>\$ 189.002</b>
<b>Gasto financiero</b>	<b>\$ (52.923)</b>	<b>\$ (64.081)</b>	<b>\$ (61.783)</b>	<b>\$ (66.697)</b>	<b>\$ (60.116)</b>
<b>Otros Gastos</b>	<b>\$ -</b>				
<b>Costo crédito de tesorería</b>	<b>\$ -</b>				
<b>Ingresos financieros</b>	<b>\$ 7</b>	<b>\$ 2.155</b>	<b>\$ 1.463</b>	<b>\$ 2.631</b>	<b>\$ 3.682</b>
<b>TOTAL OTROS INGRESOS Y EGRESOS</b>	<b>\$ (52.916)</b>	<b>\$ (61.926)</b>	<b>\$ (60.320)</b>	<b>\$ (64.067)</b>	<b>\$ (56.435)</b>
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>\$ 70.222</b>	<b>\$ 75.398</b>	<b>\$ 92.618</b>	<b>\$ 106.049</b>	<b>\$ 132.568</b>
Impuestos CAUSADOS	\$ 23.875	\$ 29.405	\$ 37.047	\$ 44.540	\$ 57.004
Interes Minoritario					
<b>UTILIDAD DESPUÉS DE IMPUESTOS</b>	<b>\$ 46.346</b>	<b>\$ 45.993</b>	<b>\$ 55.571</b>	<b>\$ 61.508</b>	<b>\$ 75.564</b>

Fuente. Autoras

Los estados de resultados proyectados, muestran que el desempeño de Colombina S.A., es eficiente, por cuanto los resultados obtenidos son suficientes para atender los costos y gastos de producción, y cubrir el costo financiero adquirido, para lograr el plan de inversión proyectado para los próximos tres años.

Con la política de financiación del plan de inversión, la compañía se ve favorecida por el escudo fiscal, que corresponde al 3.0% en promedio.

La utilidad después de impuestos proyectados, se ubica dentro del promedio de la obtenida en los estados financieros históricos.

### 4.3. BALANCE GENERAL PROYECTADO

Para el Balance General, en el Activo, las cuentas Deudores e Inventarios fueron proyectadas de acuerdo con las rotaciones promedio entre el 2010 y 2014. El saldo de las cuentas Disponible e Inversiones Temporales, fue obtenido a partir del flujo de caja proyectado, el cual supone la reinversión de los excedentes de caja, tomando como tasa de referencia el IPC más un spread del 1%.

La Propiedad, Planta y Equipo, fue estimada de acuerdo con el plan de inversión de la Compañía, para el cual se proyectan inversiones durante los próximos tres años. Para su cálculo se tomó como referencia el crecimiento promedio del costo de la Propiedad, Planta y Equipo, con la correspondiente depreciación anual por el método de línea recta, con una vida útil de 10 años.

**Tabla 12. Balance General Activo Proyectado.**

ACTIVO					
Año ==>	2015	2016	2017	2018	2019
Disponible	\$ 37.987	\$ 38.376	\$ 41.677	\$ 42.936	\$ 45.985
Inversiones temporales	\$ 128.415	\$ 141.426	\$ 254.293	\$ 373.780	\$ 353.168
Deudores	\$ 156.149	\$ 168.121	\$ 181.011	\$ 194.889	\$ 209.831
Inventario	\$ 182.591	\$ 191.738	\$ 200.638	\$ 213.464	\$ 231.003
Diferidos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>\$ 505.143</b>	<b>\$ 539.662</b>	<b>\$ 677.619</b>	<b>\$ 825.069</b>	<b>\$ 839.987</b>
Costo	\$ 5.103	\$ 5.103	\$ 5.103	\$ 5.103	\$ 5.103
Valorizaciones	\$ 33.785	\$ 33.785	\$ 33.785	\$ 33.785	\$ 33.785
<b>Total Inversiones Permanentes</b>	<b>\$ 38.888</b>				
Costo	\$ 1.164.419	\$ 1.455.523	\$ 1.819.404	\$ 1.819.404	\$ 1.819.404
Depreciación acumulada	\$ (576.961)	\$ (692.433)	\$ (840.653)	\$ (1.007.068)	\$ (1.173.483)
Valorizaciones	\$ 347.064	\$ 347.064	\$ 347.064	\$ 347.064	\$ 347.064
<b>Total Propiedades, Planta y Equipo</b>	<b>\$ 934.522</b>	<b>\$ 1.110.155</b>	<b>\$ 1.325.815</b>	<b>\$ 1.159.400</b>	<b>\$ 992.985</b>
INTANGIBLES	\$ 65.016	\$ 54.225	\$ 43.434	\$ 32.642	\$ 21.943
OTROS ACTIVOS	\$ 23.517	\$ 23.517	\$ 23.517	\$ 23.517	\$ 23.517
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>\$ 1.061.942</b>	<b>\$ 1.226.785</b>	<b>\$ 1.431.654</b>	<b>\$ 1.254.447</b>	<b>\$ 1.077.333</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>\$ 1.567.085</b>	<b>\$ 1.766.447</b>	<b>\$ 2.109.273</b>	<b>\$ 2.079.516</b>	<b>\$ 1.917.320</b>

Fuente. Autoras

Al emplear como supuesto, la no distribución ni pago de dividendos en los periodos proyectados, se generaron altos excedentes de liquidez, los cuales podrían ser reinvertidos conformando portafolios de inversión con una rentabilidad mayor, a un mediano plazo, teniendo en cuenta el perfil de la deuda por vencimiento, al término del año 2019.

En el Pasivo, las Obligaciones Financiera de corto y largo plazo, fueron proyectadas de acuerdo con el plan de inversión de la Compañía, teniendo como

supuesto la financiación del 100% mediante créditos bancarios. La cuenta Proveedores, se determinó teniendo en cuenta el indicador de rotación promedio de los años 2010 al 2014.

Las cuentas del Patrimonio, no requieren proyección; para el modelo se tomó como supuesto que los accionistas no realizaron aportes para la financiación del plan de inversión, y tampoco se realizó distribución y pago de dividendos.

**Tabla 13. Balance General Pasivo y Patrimonio proyectado.**

<b>Año ==&gt;</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Crédito de tesorería	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Obligaciones financieras CP	\$ 161.206	\$ 93.705	\$ 113.248	\$ 269.901	\$ 127.603
Proveedores (Ctas por pagar)	\$ 188.396	\$ 206.337	\$ 215.775	\$ 230.264	\$ 249.941
Impuestos por pagar	\$ 23.875	\$ 29.405	\$ 37.047	\$ 44.540	\$ 57.004
Obligaciones Laborales	\$ 14.242	\$ 14.242	\$ 14.242	\$ 14.242	\$ 14.242
Pasivos Estimados y Provisiones	\$ 19.568	\$ 19.568	\$ 19.568	\$ 19.568	\$ 19.568
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	<b>\$ 407.288</b>	<b>\$ 363.257</b>	<b>\$ 399.880</b>	<b>\$ 578.516</b>	<b>\$ 468.359</b>
Obligaciones financieras LP	\$ 509.763	\$ 707.162	\$ 957.795	\$ 687.894	\$ 560.291
Pasivos Estimados- Pensiones de Jubilación	\$ 7.340	\$ 7.340	\$ 7.340	\$ 7.340	\$ 7.340
Otros Pasivos	\$ 2.812	\$ 2.812	\$ 2.812	\$ 2.812	\$ 2.812
Interés Minotario	\$ 35.038	\$ 35.038	\$ 35.038	\$ 35.038	\$ 35.038
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>\$ 962.240</b>	<b>\$ 1.115.609</b>	<b>\$ 1.402.865</b>	<b>\$ 1.311.600</b>	<b>\$ 1.073.839</b>
Capital	\$ 18.705	\$ 18.705	\$ 18.705	\$ 18.705	\$ 18.705
Utilidades del ejercicio	\$ 46.346	\$ 45.993	\$ 55.571	\$ 61.508	\$ 75.564
Utilidades retenidas	\$ 98.614	\$ 144.960	\$ 190.953	\$ 246.524	\$ 308.032
Superávit por Valorizaciones	\$ 380.849	\$ 380.849	\$ 380.849	\$ 380.849	\$ 380.849
Revalorización del Patrimonio	\$ 60.331	\$ 60.331	\$ 60.331	\$ 60.331	\$ 60.331
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>\$ 604.845</b>	<b>\$ 650.838</b>	<b>\$ 706.409</b>	<b>\$ 767.917</b>	<b>\$ 843.480</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>\$ 1.567.086</b>	<b>\$ 1.766.447</b>	<b>\$ 2.109.273</b>	<b>\$ 2.079.517</b>	<b>\$ 1.917.320</b>

Fuente. Autoras

#### **4.4. VALORACIÓN COLOMBINA S.A**

La valoración de la empresa, se desarrolló mediante el modelo de Valor Económico Agregado, el cual se considera al igual que el flujo de caja descontado como uno de los más completos, ya que es una integración de todo lo que maneja la empresa e incluso de los factores externos de la misma.

Para el logro de esta valoración se manejó variables que a continuación se señalan, cuyo cálculo se explicó en la metodología.

**Tabla 14. Variables de Valoración.**

<b>ESTRUCTURA FINANCIERA</b>		<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Saldo promedio de la deuda financiera	D	\$ 600.180	\$ 735.918	\$ 935.955	\$ 1.014.419	\$ 822.845
Patrimonio promedio	E	\$ 70.246	\$ 93.331	\$ 118.722	\$ 147.991	\$ 182.259
<b>Recursos totales</b>	<b>D + E</b>	<b>\$ 670.426</b>	<b>\$ 829.249</b>	<b>\$ 1.054.677</b>	<b>\$ 1.162.410</b>	<b>\$ 1.005.104</b>
Endeudamiento	D / E	8,54	7,89	7,88	6,85	4,51
Participación de la deuda	D / (D + E) = D%	90%	89%	89%	87%	82%
Participación de los recursos propios	E / (D + E) = E%	10%	11%	11%	13%	18%
<b>COSTO DE LA DEUDA</b>						
Costo de la deuda antes de impuestos	(Kd )	8,8%	8,7%	6,6%	6,6%	7,3%
Costo de la deuda después de impuestos	Kd * (1 - tx)	5,8%	5,3%	4,0%	3,8%	4,2%
<b>COSTO DE LOS RECURSOS PROPIOS</b>						
Ke = Klr + Bl.(Km - Klr)		45,70%	41,24%	40,81%	36,76%	29,21%
Componente de Deuda	WdKd * (1-Tx)	5,21%	4,71%	3,51%	3,33%	3,41%
Componente de Patrimonio	We*Ke	4,79%	4,64%	4,59%	4,68%	5,30%
		<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>WACC</b>		9,45%	8,83%	7,71%	7,58%	8,09%
		<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>NOPAT</b>		81.271	83.767	91.763	98.667	107.731
<b>TX</b>		34%	39%	40%	42%	43%
<b>EVA</b>		17.897	10.585	10.410	10.512	26.436

Fuente. Autoras

El Valor Económico Agregado, es una metodología que indica la capacidad que tiene una empresa para generar riqueza, teniendo en cuenta la eficiencia y productividad de los activos y la estructura de capital. El resultado obtenido para Colombina S.A., al final del periodo proyectado, muestra un valor agregado de \$26.436 millones, es decir, que con la utilidad operacional después de impuestos, de \$107.731 millones, la empresa ha podido retribuir el costo exigido por sus acreedores e inversionistas, por valor de \$81.295 millones generando valor. Lo más importante, es que este comportamiento ha sido constante, mostrando que las estrategias de inversión han sido satisfactorias.

El resultado del Valor Económico Agregado de la empresa Colombina S.A., para los años proyectados, presenta un resultado positivo en la generación de valor, frente al año 2014, producto de la gestión en el aumento del NOPAT, a pesar de presentar un WACC superior a la rentabilidad de los activos, durante los años 2015 a 2017, como se presenta a continuación:

**Tabla 15. Indicadores Financieros.**

	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>ROA</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,3%</b>	<b>8,2%</b>	<b>9,9%</b>
<b>WACC</b>	<b>9,5%</b>	<b>8,8%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,6%</b>	<b>8,1%</b>
<b>Recursos totales D + E</b>	<b>\$ 670.426</b>	<b>\$ 829.249</b>	<b>\$ 1.054.677</b>	<b>\$ 1.162.410</b>	<b>\$ 1.005.104</b>
<b>Costo por el uso del capital</b>	<b>\$ 63.374</b>	<b>\$ 73.182</b>	<b>\$ 81.352</b>	<b>\$ 88.155</b>	<b>\$ 81.295</b>
<b>NOPAT</b>	<b>\$ 81.271</b>	<b>\$ 83.767</b>	<b>\$ 91.763</b>	<b>\$ 98.667</b>	<b>\$ 107.731</b>
<b>EVA</b>	<b>\$ 17.897</b>	<b>\$ 10.585</b>	<b>\$ 10.410</b>	<b>\$ 10.512</b>	<b>\$ 26.436</b>

## 5 CONCLUSIONES

Colombina S.A., presenta un EBITDA suficiente para cubrir el costo de la deuda, intereses y capital, pagar los impuestos generados en su operación y realizar inversiones en capital de trabajo y activo fijo.

Respecto al objetivo general para la empresa Colombina S.A., se mantiene constante la generación de creación de valor, se presenta esta situación por el resultado obtenido en los periodos de la valoración de sus utilidades que muestran resultados positivos durante los años estudiados.

No se considera la existencia de riesgo financiero por el alto grado de endeudamiento de la empresa, por el contrario, el efecto del apalancamiento es positivo para la creación de valor.

Al proyectar en el modelo, la financiación del plan de inversión propuesto, con aportes de los accionistas en un 100%, se obtiene un leve incremento en el costo promedio ponderado de capital (WACC), sin afectar el estado favorable de la creación de valor.

Si se logra el aumento de la utilidad operacional después de impuestos, es posible incrementar el ROA y manteniendo el WACC, se puede tener una empresa que agregue valor a su resultado final.

Que una empresa genere utilidades, rentabilidad y flujo de caja libre, garantiza la permanencia y el crecimiento empresarial creando valor, al generar más recursos de los necesarios en la actividad operacional.

El panorama para la empresa es alentador, aunque el costo de capital es superior a la rentabilidad de sus activos, el buen resultado de la utilidad al final del ejercicio, permite a la empresa obtener beneficios en cuanto a generación de valor se refiere.

La deuda financiera muestra una tendencia ascendente, esto con el fin de hacer frente a los requerimientos de inversiones estratégicas.

El indicador de cobertura de interés (Ebitda / Interés), es satisfactorio para la compañía, se muestra que aún con el nivel de endeudamiento adquirido, el EBITDA generado es suficiente para cubrir los intereses.

El indicador de deuda financiera vs Ebitda por las mismas razones mencionadas anteriormente muestra un comportamiento satisfactorio.

## 6 RECOMENDACIONES

En términos generales y observando el resultado del valor agregado, se determinan las siguientes recomendaciones:

Dentro de las principales variables de la empresa se encuentran los ingresos operacionales, los costos operacionales y los gastos administrativos, con el fin de obtener los mejores efectos en los resultados, se recomiendan ejercer control sobre cada uno de ellos.

Los indicadores de rotación de deudores e inventarios tienen un promedio, considerado alto, se recomienda mejorar los días de recaudo de cartera y la rotación de inventarios.

Se recomienda a la empresa, mantener el comportamiento de crecimiento económico que ha tenido durante los últimos años, para obtener beneficios favorables al final del ejercicio.

Se recomienda gestionar el costo de ventas, considerando que el margen de diferencia, entre al crecimiento geométrico de las ventas y el del costo de ventas, es mínimo.

Aunque los resultados de la compañía, estén generando valor, se recomienda no descuidar el nivel de endeudamiento financiero.

La empresa podría incrementar el nivel de endeudamiento, solo en el caso de que tenga la capacidad suficiente para incrementar sus precios de venta y de gestionar eficientemente la totalidad de sus activos. De tal manera que el incremento del ROA compense el incremento del coste medio de la deuda.

Para mantener o incrementar el Valor Económico Agregado - EVA, es necesario que luego de realizar las inversiones estratégicas proyectadas, se busque incrementar la UODI sin realizar más inversiones, sino como producto del mejoramiento del EBITDA, es decir, mediante mayores ventas o reducción de los costos y gastos. Otras maneras de incrementar el EVA consisten en invertir en proyectos cuyo rendimiento sea superior al costo de capital; liberar activos ociosos o improductivos; desinvertir en actividades o unidades de negocio que destruyan valor; disminuir el costo promedio de capital, negociando menores tasas de parte de acreedores y dueños.

Algunas estrategias que ayudan a la creación de valor, y por consiguiente, al mejoramiento del EVA, pueden ser: vincular los incentivos que se ofrecen al personal administrativo con planes de compensación flexibles, en función del EVA, logrando alinear los intereses de los empleados con los de los inversionistas; agilizar las rotaciones de cartera e inventarios; estudiar la posibilidad de arrendar

algunos activos en lugar de comprarlos; adoptar procesos de maquila o de outsourcing; mejorar los márgenes operacionales buscando nuevos productos, canales de distribución y mercados que incrementen las ventas, convertir gastos de operación fijos en gastos variables o flexibles, disminuir reprocesos o desperdicios, reducir activos que impliquen gastos de vigilancia, mantenimiento, seguros, etc., todo lo anterior, sin desmejorar la calidad de los productos.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALFONSO GALINDO, Lucas “Fundamentos de Valoración de Empresas”.

BRISEÑO RAMÍREZ, Hugo. “Indicadores Financieros”

ESCALERA Chávez y HERRERA Santiago: *"Modelo para generar valor económico agregado para las empresas"*

FEDERICO Li Bonilla. *"El valor económico agregado (EVA) en el valor del negocio"*.

FERNÁNDEZ Pablo, *"Métodos de Valoración de Empresas"*

GARCÍA FIERRO, Francisco Omar. *"Evolución de la Teoría Financiera en el Siglo XX"*

GARCÍA S. Oscar León, *"Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA"*  
*"Administración financiera fundamentos y aplicaciones"*

LÓPEZ Francisco, *"Valoración de empresas, Una introducción práctica"*.

LEÓN Carlos. *"Evaluación De Inversiones"*

MORENO PERDOMO, Abrahán. *"Análisis e interpretación de estados financieros"*.

MARTÍN MARÍN, José Luís y TRUJILLO PONCE, Antonio. *"Manual de valoración de empresas"*

MASCAREÑAS PÉREZ, Juan." *Innovación Financiera: Aplicaciones para la Gestión Empresarial"*

ORIOLO Amat 2005: *"E.V.A Valor Económico Agregado"*

PÉREZ, Juan-CARBALLO Veiga. *"Competiendo por crear valor"*

Página Web Colombina S.A., Informes financieros. [www.colombina.com.co](http://www.colombina.com.co).  
Consulta Abril 21/2016

Página web de la DANE [www.dane.gov.co](http://www.dane.gov.co) Consulta Abril 21/2016

Página web de la Superintendencia de Sociedades [www.supersociedades.gov.co](http://www.supersociedades.gov.co)

Consulta Abril 21/2016

Página web Administrador Financiero  
<https://administradorfinanciero.wordpress.com/eva/> Consulta Abril 21/2016

Página web Gerencia Actual. <http://gerenciaactual.blogspot.com.co/2007/07/el-eva-o-valor-econmico-agregado.html> Consulta Abril 21/2016