

**ANALISIS ESTRATEGICO E IMPLEMENTACION DE PROCESOS DE  
MEDICION Y CREACION DE VALOR APLICADO A LA EMPRESA  
"CALZADO CANEY"  
"FINANZAS CORPORATIVAS "**

**SONIA ELVIRA AISLANT ANTOLINEZ  
YENNY YUDLIANA FUENTES MENESES**

**UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE BUCARAMANGA  
FACULTAD DE INGENIERÍA FINANCIERA  
BUCARAMANGA**

**2004**

**ANALISIS ESTRATEGICO E IMPLEMENTACION DE PROCESOS DE  
MEDICION Y CREACION DE VALOR APLICADO A LA EMPRESA  
"CALZADO CANEY"  
"FINANZAS CORPORATIVAS "**

**Asesor:**

**LUZ HELENA CARVAJAL**

**Ingeniera Financiera**

**UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE BUCARAMANGA**

**FACULTAD DE INGENIERÍA FINANCIERA**

**BUCARAMANGA**

**2004**

## **TABLA DE CONTENIDO**

INTRODUCCION	1
1. INFORMACIÓN GENERAL DE LA EMPRESA	3
1.1 Fundación	3
1.2 Objeto Social	3
1.3 Ventas	3
1.4 Capacidad de Producción	4
1.5 Divisiones Empresariales	5
1.6 Descripción del proceso productivo	5
2. SITUACIÓN FINANCIERA	6
3. APLICACIÓN DE LOS MÉTODOS DE VALORACIÓN	8
3.1 Métodos basados en el balance general	8
3.1.1 Método de Valor de Liquidación	8
3.1.2 Método de Valor contable ajustado	9
3.1.3 Método de valor contable	10
3.2 Métodos basados en el descuento de flujos de caja	11
3.2.1 Escenario 1 “Situación real de la empresa”	12
3.2.2 Escenario 2 “Comportamiento del sector”	20
3.2.3 Valor económico agregado EVA®	21

*Análisis estratégico e implementación de procesos de medición y Creación de Valor*

4. ESTRATEGIAS	23
5. CONCLUSIONES	25
6. BIBLIOGRAFÍA	28
ANEXOS	

## **INTRODUCCIÓN**

Los aspectos relacionados con el valor de una entidad, sirven de guía para la toma de decisiones tanto empresariales como personales; los análisis que de allí se derivan deben analizarse con la suficiente objetividad, habilidad y sofisticación de forma que las decisiones que deban tomarse como consecuencia del resultado obtenido involucren la mínima incertidumbre posible.

Existen diversas razones por las cuales los empresarios deciden realizar la valoración de su empresa; la principal, porque deciden enajenar parcial o totalmente su inversión; otras, cuando desean realizar fusiones, adquisiciones o porque pensando a futuro deciden implementar procesos de creación de valor a partir de medir y sensibilizar la generación futura de valor.

Por las anteriores razones y para satisfacer las necesidades de la empresa Caney en el sector calzado, se llevara a cabo un proceso de valoración, que proporciona los conocimientos y las herramientas metodológicas que ayudaran a la toma de decisiones, identificando a través de la aplicación de los métodos basados en el balance, descuentos de flujo y Creación de Valor, las variables que midan el cumplimiento del Objetivo Básico Financiero, que es Crear valor para los accionistas, que consiste en el crecimiento financiero de la riqueza de la inversión para los propietarios.

*Análisis estratégico e implementación de procesos de medición y Creación de Valor*

Con este estudio se pretende inculcar la importancia de implementar dentro de la empresa procesos de medición de creación de valor para que por medio de un direccionamiento estratégico de los miembros directivos de la empresa, se tomen decisiones enfocadas hacia el permanente aumento del valor; además de la importancia de mantener el modelo del valor de la empresa ya que permite evaluar en cualquier momento el efecto de decisiones que la gerencia este considerando como alternativa para mejorar los resultados de largo plazo y así mismo evaluar el efecto que dichas decisiones pueden llegar a tener sobre las riquezas de los propietarios.

## **1. INFORMACIÓN GENERAL DE LA EMPRESA<sup>1</sup>**

El primer acercamiento para iniciar el proceso de la valoración de la empresa consiste en reconocer el negocio mediante un análisis del contexto general de la compañía.

**FUNDACIÓN.** La Fabrica CALZADO CANEY LTDA, inició sus operaciones el 20 agosto de 2002 en la ciudad de Bucaramanga, con su sede operativa en la Carrera 24 No. 18 – 44. Se constituyó como sociedad de responsabilidad limitada mediante Escritura Pública No. 1725 del 2 de septiembre de 2002, en la Notaria Décima; está inscrita en la Cámara de Comercio con matrícula No. 05-097906-03 del 30 de septiembre de 2002.

**OBJETO SOCIAL.** Compra, venta, fabricación, comercialización, distribución, representación y mercadeo de productos relacionados con todo género, calidad y cantidad de calzado y productos de cuero y similares para mujer y hombre de todas las edades tallas números y diseños tanto en el mercado nacional como en el mercado internacional.

**VENTAS.** Las ventas de CANEY LTDA., en su línea de productos de *calzado sport*, cubren en un 90% el territorio nacional, surtiendo una red de más de 100 almacenes en diferentes lugares del país.

---

<sup>1</sup> Fuente: Empresa de Calzado Caney.

Entre sus principales clientes, se encuentran Calzado Bucaramanga, Gasolina Extra, Irene Gómez, Luis Ernesto Gómez y los almacenes Ecomoda, La Moda, Mascarada, Calzado B y V y La Gran Bodega, de la ciudad de Bucaramanga, así como también una amplia red de distribuidores minoristas.

A inicios del mes de Octubre del 2002 la empresa incursionó con éxito en el mercado internacional con ventas a países como Costa Rica, Honduras y Venezuela.

**CAPACIDAD DE PRODUCCIÓN.** La Fábrica de CALZADO CANEY LTDA. tiene una capacidad de producción que se detalla de la siguiente manera:

SEDE No. 1 Ubicada en la Carrera 23 No.20-38 de la ciudad de Bucaramanga. En un área de 400 metros cuadrados de instalaciones industriales especialmente acondicionadas para la fabricación de calzado. Cuenta con 50 operarios y tiene una capacidad neta de producir 800 pares diarios.

SEDE No. 2 Ubicada en la Carrera 24 No. 18-44 de la ciudad de Bucaramanga. En un área de 900 metros cuadrados, 100 operarios trabajan en la producción de 2.000 pares por día.

SEDE No. 3 Ubicada en la Calle 21 No. 22-38 de la ciudad de Bucaramanga. En un área de 400 metros cuadrados, cuenta con 50 operarios que producen diariamente 700 pares de zapato.

## **DIVISIONES EMPRESARIALES**

- **DIVISIÓN DE CALZADO SPORT.**

Especializada en la producción de toda la gama de calzado del tipo sandalia, suecos y plataformas sport.

- **DIVISIÓN DE CALZADO COLEGIAL.**

Especializada en la producción de toda la gama de zapatos para uso diario del estilo colegial y deportivo.

## **DESCRIPCION DEL PROCESO PRODUCTIVO**

- **DISEÑO**

- Creación del modelo
- Modelaje
- Escala
- Selección y/o modificación de materiales, estilos y colores Costo de producción.

- **FABRICACIÓN**

1. Corte
2. Armado
3. Costura
4. Soladura
5. Emplantillado
6. Despacho

## **2. SITUACION FINANCIERA**

El buen comportamiento de la economía colombiana durante el 2003 permitió que todos los sectores que conforman la actividad económica cerraran con un balance positivo; lo anterior se refleja en el crecimiento del PIB (Producto Interno Bruto), en una proporción del 127.5%, respecto al año anterior; pasando de un 1.60% en el 2.002 a 3.64% en el 2.003 <sup>2</sup>.

El sector industrial y manufacturero en el cual se ubica la empresa Calzado Caney tuvo un crecimiento representativo en el 2.003 con respecto al año anterior, donde tuvo una participación de -0.15%, y logró un incremento de 4.23% en el 2003.

La dinámica del sector se le atribuye principalmente a la mejora en las expectativas de los empresarios y consumidores, a la mayor utilización de la capacidad instalada (76% en septiembre) y al aprovechamiento de los acuerdos comerciales que han traído amplios beneficios. Igualmente, los esfuerzos del Gobierno en combatir las acciones delictivas han cooperado a que este problema ceda en importancia dentro de los que agobian a la industria.<sup>3</sup>

---

<sup>2</sup> Fuente: Corfinsura.

<sup>3</sup> Informe Macroeconómico 2.003. Corfinsura y Suvalor.

*Análisis estratégico e implementación de procesos de medición y Creación de Valor*

La reactivación del sector en el 2.003, y la ampliación de las instalaciones de calzado Caney, abriendo dos nuevas factorías, con el fin de mejorar su capacidad productiva y elevar la calidad de los procesos industriales que desarrolla; contribuyeron en el buen desempeño que manifestó la empresa en este año; en donde sus ventas presentaron un crecimiento significativo de 299.12% del período que comprende de Agosto a Diciembre del 2.003 con respecto al mismo período en el año anterior, superando todas las expectativas previstas por sus directivas.

Aunque la empresa inició sus operaciones en el 2.002, se ha expandido significativamente, aumentando el total de sus activos en \$1.535.010.357,20 a diciembre del 2.003, debido a la necesidad de cubrir la demanda de sus productos gracias a la aceptación que ha tenido en los mercados que ha incursionado.

De igual forma los pasivos de la empresa aumentaron en una gran proporción en el 2.003; esta cifra fue afectada por los anticipos que hacen los clientes para el cumplimiento de los contratos, los cuales se hacen efectivos en el momento de la entrega de la mercancía; en este punto cabe anotar que el 80% de las ventas de la empresa son contratos con entidades publicas y privadas.

### **3. APLICACIÓN DE LOS METODOS DE VALORACIÓN**

#### **3.1 METODOS BASADOS EN EL BALANCE GENERAL**

##### **3.1.1 MÉTODO DE VALOR DE LIQUIDACIÓN**

La valoración de la empresa por medio de estos métodos solo analiza los datos que aparecen en el balance general tanto en el activo como en el pasivo, contemplando los datos históricos representado por la situación de la empresa sin tener ninguna otra consideración en cuanto a las posibilidades de generación de beneficios futuros.

<b>METODO DE VALOR DE LIQUIDACIÓN</b>	
Total de activos	\$ 1.644.204.341,43
Activos a precio de liquidación	\$ 1.479.783.907,29
% de descuento	10%
Pasivo Exigible	\$ 521.767.904,73
<b>VALOR DE LIQUIDACION</b>	<b>\$ 958.016.002,56</b>

Para hallar el valor de liquidación de la empresa se asume el valor total de los activos a precios de liquidación a diciembre del 2.003; aplicándoles un porcentaje de descuento establecido por las directivas de acuerdo a la calidad de los mismos, restándoles todos los pasivos de la empresa excepto los anticipos de los clientes (pasivo exigible).

Por medio del valor de liquidación la empresa tiene un valor de \$958.016.002,56.

### 3.1.2 MÉTODO DE VALOR CONTABLE AJUSTADO

Para hallar el valor de la empresa por medio de este método se valoran los activos involucrados en la operación a un precio actual o de mercado. Para la empresa Caney el precio de mercado de los activos se deduce por un porcentaje de descuento estipulado por los directivos, que oscila entre 5% y 10% para algunos activos específicos, y que es aplicado de acuerdo a la calidad y al estado de los mismos.

A la suma de los activos a precio de mercado se descuentan los pasivos exigibles de la empresa.

<b>METODO DE VALOR CONTABLE AJUSTADO</b>			
	<b>PRECIO LIBROS</b>	<b>% DSCTO</b>	<b>PRECIO MRCDO</b>
<b>ACTIVOS</b>			
<b>DISPONIBLE</b>	<b>\$ 210.424.993,40</b>	5%	<b>\$ 199.903.743,73</b>
Caja	\$ 2.305.000,00		
Bancos	\$ 208.119.993,40		
<b>DEUDORES</b>	<b>\$ 322.323.561,16</b>	5%	<b>\$ 306.207.383,10</b>
Clientes	\$ 16.547.760,00		
Anticipos Imptos. Y Retenciones	\$ 126.549.000,00		
Deudores Varios	\$ 179.226.801,16		
<b>INVENTARIOS</b>	<b>\$ 854.448.857,02</b>	5%	<b>\$ 811.726.414,17</b>
<b>PROPIEDAD PLANTA Y EQUIPO</b>	<b>\$ 257.006.929,85</b>	10%	<b>\$ 231.306.236,87</b>
Edificios	\$ 150.000.000,00		
Maquinaria y Equipo	\$ 105.720.643,65		
Equipo de Oficina	\$ 5.307.044,17		
Equipo de Computo	\$ 2.623.991,16		
Depreciación Acumulada	\$ 6.644.749,13		
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>\$ 1.644.204.341,43</b>		<b>\$ 1.549.143.777,87</b>
Total activo a precio de mercado	\$ 1.549.143.777,87		
Pasivo Exigible	\$ 521.767.904,73		
<b>VALOR CONTABLE AJUSTADO</b>	<b>\$ 1.027.375.873,14</b>		

El valor de la empresa por este método es \$1.027.375.873,14.

### **3.1.3 MÉTODO DE VALOR CONTABLE**

Para valorar la empresa por medio de este método se toma el total de los activos reales, prescindiendo de los activos que no tengan ningún grado ni posibilidad de realización (activos intangibles), y se deducen el total de las deudas.

<b><i>METODO VALOR CONTABLE</i></b>	
Activos Netos	\$ 1.644.204.341,43
Pasivos Netos	\$ 521.767.904,73
<b><i>VALOR CONTABLE</i></b>	<b><i>\$ 1.122.436.436,70</i></b>

El valor de la empresa por este método es de \$1.122.436.436,70

Desde el punto de vista contable de la empresa, sería mas rentable negociar de acuerdo a la valoración hecha por el método de valor contable, sin embargo, es importante anotar que todos estos métodos muestran una situación patrimonial estática, es decir que la valoración realizada a diciembre 31 del 2.003 no arrojará los mismos resultados si se realiza meses después, no obstante la aplicación de estos métodos será un punto de

referencia que, si bien tiene su importancia, solo es un elemento de partida para cualquier negociación.

### **3.2 MÉTODOS BASADOS EN EL DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA**

Teniendo el análisis de la información presente de la empresa, se proyecta el futuro de la misma con base en las estrategias del negocio a mediano plazo y el comportamiento del sector, lo anterior con el fin de preparar la información para la valoración de Calzado Caney Ltda., por medio del descuento de flujos de caja; las proyecciones se realizan para un período de 6 años.

Para su análisis se definen dos escenarios posibles, que permitieron la sensibilización de las variables que determinan el valor de la empresa así como la creación de valor. El primero se realiza de acuerdo a la situación real de la empresa y algunas estrategias planteadas para el año 2.004; y el segundo se realiza de acuerdo al comportamiento del sector en el que actúa la empresa.

### 3.2.1 ESCENARIO 1

<b>SITUACION REAL "CANEY LTDA."</b>	
	<b>2.003</b>
<b>Crecimiento Ventas</b>	299,12%
<b>Costo de Ventas/Ventas</b>	82,19%
<b>Gastos Admon/Ventas</b>	7,43%
<b>Gastos Ventas/Ventas</b>	1,18%
<b>Ventas a Credito</b>	45,00%
<b>Ventas a Contado</b>	55,00%
<b>Compras</b>	\$ 2.456.315.499,46
<b>Rotación de inventarios</b>	187,14
<b>Rotación de Proveedores</b>	41,10
<b>Rotación de Cartera</b>	6,62

En el primer escenario, se tomó la información de la situación actual de Calzado Caney, de acuerdo al comportamiento de la empresa en el 2.003.

Como se mencionó anteriormente el crecimiento de las ventas en este año fue de 299.12% con respecto al mismo período en el año anterior y para la proyección se toma como referencia una política de crecimiento del 30% estipulada por la empresa, como un posible resultado en la captura de nuevos mercados en la Costa Atlántica.

Para la proyección del costo de ventas y de los gastos de administración y ventas, se mantiene la estructura del estado de resultados de la participación de dichos costos y gastos con respecto a las ventas, por tanto el aumento o

Análisis estratégico e implementación de procesos de medición y Creación de Valor

disminución en las mismas es proporcional a los rubros mencionados anteriormente.

Como política corporativa las ventas de la empresa están estipuladas en un 45% a crédito y el 55% restante de contado; sin embargo actualmente las ventas de la empresa son casi en su totalidad de contado; situación que le representa a la empresa menores costos por no contar con grandes montos en su cartera; permitiéndole disponer de liquidez para realizar el pago de sus proveedores.

Los inventarios que muestra el balance general del 2003, no representan el comportamiento normal de la operación; debido a que finales de este año no se realizó la entrega que se tenía prevista para el cumplimiento de un contrato en diciembre, por tanto los inventarios a diciembre 31 del 2003 presentaron una gran concentración, afectando directamente la rotación de inventarios que para este año fue de 187.14 días.

Los ingresos y egresos no operacionales no inciden en la proyección del estado de pérdidas y ganancias para la generación del flujo de caja, porque son rubros que no afectan la operación, y en el caso de la corrección monetaria no representa un desembolso de dinero.

*Análisis estratégico e implementación de procesos de medición y Creación de Valor*

Con las proyecciones de la empresa se realiza el flujo de caja libre, que es el flujo de caja generado por la operación del negocio y que es destinado al pago de la financiación con terceros (deuda), y para atender la financiación de los socios.

	<b>2.003</b>	<b>2.004</b>	<b>2.005</b>
<b>FLUJO CAJA LIBRE</b>	\$ 102.535.172,80	\$ 129.219.984,00	\$ 168.444.468,96

  

	<b>2.006</b>	<b>2.007</b>	<b>2.008</b>
<b>FLUJO CAJA LIBRE</b>	\$ 219.510.258,86	\$ 285.967.281,21	\$ 369.878.609,57

El resultado positivo del flujo de caja libre indica que Calzado Caney cuenta con flujo de caja para atender a sus acreedores financieros en el pago de intereses y el abono al capital y a sus socios en el reparto de utilidades.

Este comportamiento es muy favorable, porque convierte a la empresa en un excelente sujeto de crédito para sus acreedores financieros, y proporciona la posibilidad de reinversión de las utilidades obtenidas como potencial para el crecimiento.

En el presente escenario, como política de la empresa no se reinvierte en reposición o expansión de activos fijos a futuro, porque a principio del año 2003 se realizó una expansión para abrir dos factorías; y además como gran parte del proceso productivo se hace de forma manual, los dueños de la empresa solo piensan en reponer sus activos cuando se deterioran.

*Análisis estratégico e implementación de procesos de medición y Creación de Valor*

En el proceso para el cálculo del flujo de caja libre, se calcula el EBITDA que es la utilidad antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones; y que permite atender al Estado vía impuestos, deudores financieros, socios (dividendos), reposición del capital de trabajo neto operativo (KTNO), y realizar inversión para reposición o expansión en activos fijos.

	<b>2.003</b>	<b>2.004</b>	<b>2.005</b>
<b>EBITDA</b>	\$ 183.824.475,13	\$ 238.971.817,67	\$ 310.663.362,97
<b>MRGN EBITDA</b>	9,19%	9,19%	9,19%

  

	<b>2.006</b>	<b>2.007</b>	<b>2.008</b>
<b>EBITDA</b>	\$ 403.862.371,86	\$ 525.021.083,42	\$ 682.527.408,44
<b>MRGN EBITDA</b>	9,19%	9,19%	9,19%

Basándose en el EBITDA, se calcula un indicador llamado Margen EBITDA (EBITDA/Ventas); en el presente escenario el comportamiento del Margen es igual para todos los años proyectados (9.19%), debido a que el incremento en las ventas para todos los años de proyección fue en la misma proporción.

Para Calzado Caney, por cada peso generado por las ventas, se destina 9.19% para atender el pago de impuestos, apoyar las inversiones, cubrir el servicio a la deuda y repartir utilidades. Este resultado es un porcentaje muy bajo ya que la mayoría de las ventas se encuentran concentradas en los costos de ventas, impidiendo que la empresa posea mayor liquidez, por lo tanto se debe buscar una optimización de los costos.

*Análisis estratégico e implementación de procesos de medición y Creación de Valor*

Otra variable importante que se tiene en cuenta al realizar el flujo de caja libre es el capital invertido por la empresa para operar y que es apalancado por los proveedores, el estado, pasivos laborales a corto plazo y los costos y gastos por pagar operacionales (Capital de trabajo neto operativo - KTNO-); sobre esta variable se calcula un indicador denominado productividad del KTNO, que representa el porcentaje que se debe concentrar de capital de trabajo por cada peso que se vende.

	<b>2.003</b>	<b>2.004</b>	<b>2.005</b>
<b>Ventas</b>	\$ 1.999.769.058,78	\$ 2.599.699.776,41	\$ 3.379.609.709,34
<b>KTNO</b>	\$ 39.183.315,58	\$ 50.938.310,25	\$ 66.219.803,33
<b>KTNO/Ventas</b>	1,96%	1,96%	1,96%
<b>Variac. KTNO</b>	\$ 11.754.994,67	\$ 15.281.493,08	\$ 19.865.941,00

  

	<b>2.006</b>	<b>2.007</b>	<b>2.008</b>
<b>Ventas</b>	\$ 4.393.492.622,14	\$ 5.711.540.408,78	\$ 7.425.002.531,42
<b>KTNO</b>	\$ 86.085.744,33	\$ 111.911.467,63	\$ 145.484.907,92
<b>KTNO/Ventas</b>	1,96%	1,96%	1,96%
<b>Variac. KTNO</b>	\$ 25.825.723,30	\$ 33.573.440,29	\$ 43.645.472,37

El KTNO fue proyectado según la participación que representa en las ventas del 2.003, siendo del 1.96%; este porcentaje se explica por el comportamiento del ciclo de operación que maneja la empresa, ya que su capital de trabajo esta respaldado por sus operaciones de corto plazo y tienen un grado de apalancamiento financiero mínimo.

*Análisis estratégico e implementación de procesos de medición y Creación de Valor*

En la estructura del cálculo del flujo de caja libre, la corrección monetaria aplicada se calculó teniendo en cuenta las proyecciones de la inflación hasta el año 2.008 y la corrección del año 2.003; el objetivo de ésta, es ajustar la base gravable para el cálculo de los impuestos.

Para estimar el valor actual de los flujos futuros de caja de la empresa es necesario el cálculo de la tasa de descuento para utilizar en las estimaciones del valor presente de los flujos de caja libre de la empresa, es decir el costo promedio ponderado de capital.

Esta tasa de descuento es el resultado de ponderar el costo de los recursos propios o costo del patrimonio (ke) y el costo de la deuda después de impuestos.

	ESTRUCTURA DE CAPITAL		PROMEDIO	PONDERADO
	\$	%		
<b>Deuda</b>	\$ 200.616.330,73	12,20%	17,84%	2,18%
<b>Patrimonio</b>	\$ 1.443.588.010,70	87,80%	17,48%	15,35%
<b>Costo Promedio Ponderado de Capital</b>				<b>17,53%</b>

En la estructura del capital se concentra el patrimonio de los socios y la deuda con terceros en el largo plazo. Para determinar el porcentaje de deuda y patrimonio se depuró el balance dejando las obligaciones financieras

a largo plazo, y el patrimonio calculado por la diferencia del pasivo depurado con los activos netos de operación.

Para el cálculo del costo de la deuda ( $K_d$ ), se utilizó la tasa de financiación de las obligaciones financieras de la empresa (29% E.A), descontándole la tasa de impuesto (38.5%).

Para el cálculo del costo de los recursos propios se debe tomar como referencia el mercado de Estados Unidos ya que en éste mercado si existen empresas de calzado que cotizan en bolsa; y para el cálculo del costo del patrimonio, es necesario tener en cuenta el comportamiento del mercado.

La fórmula a utilizar para el cálculo del  $K_e$  es la siguiente:

$$(K_e = R_f + (R_m - R_f) * \text{Beta} + \text{Prima Riesgo país}):$$

En donde:

$R_f$ : tasa libre de riesgo, (T-Bonds de Estados Unidos (5.57%)<sup>4</sup>).

$(R_m - R_f)$ : prima de riesgo del mercado (5.73%)<sup>5</sup>

---

<sup>4</sup> [www.oscarleongarcia.com](http://www.oscarleongarcia.com)

<sup>5</sup> [www.oscarleongarcia.com](http://www.oscarleongarcia.com)

Análisis estratégico e implementación de procesos de medición y Creación de Valor

Beta: mide el riesgo de operación de la empresa con respecto al sector, (0.79), siendo este beta mayor que el del sector; por tanto corre un mayor riesgo por su relación deuda / patrimonio.

Prima riesgo país: es la prima que los inversionistas extranjeros esperan recibir por comprar bonos colombianos con respecto a la tasa ofrecida por los títulos americanos (4.31%)<sup>6</sup>.

La tasa de descuento calculada fue de 17.53%; la cual fue utilizada para hallar el valor presente del flujo de caja libre del periodo de relevancia, y el valor presente de los flujos a perpetuidad; la sumatoria de los anteriores valores presentes, y al descontar el valor de la deuda (obligaciones financieras), finalmente se obtiene el valor de la empresa para los accionistas.

Para realizar la sensibilización del comportamiento de los Flujos futuros de Caja Libre, se calculó el valor de la empresa mediante dos enfoques, el optimista en donde se supone que la rentabilidad de los activos netos es superior al Costo de Capital, justificando el crecimiento de la empresa; y un enfoque moderado donde la empresa ni destruye ni crea valor, la rentabilidad de los activos es igual al Costo de Capital y se supone que no hay crecimiento.

### **3.3 VALOR ECONOMICO AGREGADO (EVA®)**

El EVA se puede entender como el residuo que generan los activos netos de operación, cuando producen una rentabilidad superior al costo de capital ( $RAN > CK$ )<sup>7</sup>.

Cuando la rentabilidad de los activos netos de operación es mayor que el costo de capital, la empresa está generando valor.

El comportamiento de la rentabilidad de los activos de la empresa (RAN), desde el año 2003 al 2006, se encuentra por debajo del costo de capital (CK), por tanto el comportamiento del EVA para éste periodo fue negativo; a diferencia del presentado en el año 2007 y 2008.

Sin embargo, la generación de valor se evalúa por la variación del EVA y no el EVA del periodo; es decir, la empresa genera valor cuando el EVA del siguiente año es mayor que el EVA del año anterior.

---

<sup>6</sup> [www.dinero.com](http://www.dinero.com), Indicadores.

<sup>7</sup> Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA. Oscar León García, Cap. 5. Pág.132.

### **3.2.2 ESCENARIO 2**

Para el segundo escenario, se estiman las proyecciones de la empresa de acuerdo al comportamiento proyectado del PIB del sector y la Inflación; teniendo en cuenta los comportamientos del sector en cuanto al costo de ventas y los gastos de administración y ventas, y se supone un porcentaje de reinversión de activos fijos sobre ventas de 1%; manteniendo constante la productividad del KTNO.

El porcentaje de gastos de administración y ventas en promedio del sector es muy alto con respecto al de la empresa el cual tiene un comportamiento promedio del 8%, mientras que el del sector tiene una participación que oscila entre el 20% y 22%; sin embargo el crecimiento de este rubro no representa un resultado negativo en el flujo de caja libre, pero sí en la disminución del margen EBITDA con respecto al escenario anterior; ya que el incremento en los costos y gastos en efectivos es en mayor proporción que el crecimiento de las ventas y esto tiene como consecuencia la pérdida de valor.

Con los cambios aplicados para la generación del nuevo escenario, el valor de la empresa obtenido es de \$550.629.384,88.

---

Para el valor económico agregado, continúa el comportamiento negativo para el EVA proyectado, los activos netos de operación no alcanzan a rentar la tasa mínima requerida por los accionistas; es decir el costo de capital.

#### **4. ESTRATEGIAS**

La necesidad de capturar nuevos mercados permitió que Caney presentara resultados positivos en sus ventas cumpliendo con todas las expectativas de sus directivas, gracias a que se han introducido en el mercado como grandes competidores en calidad y productividad.

El principal problema que presenta la empresa es la gran concentración de costo de ventas que reduce en forma directa el EBITDA , evitando que la empresa cuente con suficiente liquidez para cumplir con sus obligaciones, esto tendrá como consecuencia que la empresa se tenga que endeudar para cumplir con su ciclo operacional básico, sin embargo actualmente la empresa emplea sus ingresos como respaldo a corto plazo para su funcionamiento, impidiendo la inversión en capital de trabajo neto operativo y en reposición de activos fijos, es decir que la proporción en la que la empresa esta creciendo es mínima.

Análisis estratégico e implementación de procesos de medición y Creación de Valor

Como estrategias de solución a este comportamiento, sería recomendable aumentar el margen EBITDA, mediante la optimización de los costos, permitiendo mayor liquidez a la empresa, generando un incremento en el valor de la empresa y la generación de valor.

Para mejorar la productividad del KTNO, se debe calcular este indicador sin tener en cuenta los comportamientos inusuales que se pueden presentar en la estructura del cálculo del KTNO; en este caso para Caney el rubro de otros pasivos genera gran efecto en el resultado del capital necesario para la operación, por tanto afectando la productividad del KTNO.

Es válido excluir esta cuenta para las operaciones de Caney ya que no representa el comportamiento normal dentro de la estructura del pasivo, teniendo en cuenta que una necesidad alta de KTNO puede reflejar un resultado negativo en el flujo de caja, se debe tener en cuenta la rentabilidad de los activos, para invertir en capital de trabajo.

## **5. CONCLUSIONES**

- Con la aplicación de los métodos de valoración basados en el balance, se concluyó que es más rentable para los propietarios de la empresa Caney Ltda. es estimar el valor de la compañía por el método de valor contable.
- En el escenario del comportamiento real de la empresa el resultado del flujo de caja libre es positivo, este comportamiento es muy favorable, porque convierte a la empresa en un excelente sujeto de crédito para sus acreedores financieros, y proporciona la posibilidad de reinversión de las utilidades obtenidas como potencial para el crecimiento.
- Para Calzado Caney, por cada peso generado por las ventas, se destina un 9.19% para atender el pago de impuestos, apoyar las inversiones, cubrir el servicio a la deuda y repartir utilidades. Este resultado es un porcentaje muy bajo ya que la mayoría de las ventas se encuentran concentradas en los costos de ventas, impidiendo que la empresa posea mayor liquidez, por lo tanto se debe buscar una optimización de los costos.
- Como solución se implementó la estrategia de aumentar el margen EBITDA, optimizando los costos de venta para disminuir el porcentaje de

participación sobre las ventas, permitiendo a la empresa contar con una mayor liquidez para cumplir con todas sus obligaciones, y permitirle invertir en activos fijos y KTNO.

- Para mejorar el EVA de los tres primeros años de proyección sería recomendable invertir en proyectos que produzcan un RAN superior al costo de capital, tales como la asociación con otras empresas de calzado para mejorar la productividad, teniendo como consecuencia un aumento en los ingresos por ventas, afectando directamente la UODI de manera positiva.
- Los enfoques utilizados para calcular el valor de la empresa mediante el descuento de flujos de caja, permiten comparar el valor de la misma, teniendo en cuenta que el crecimiento de la empresa a perpetuidad sea el mismo costo de capital, o solo la diferencia entre el costo de capital y un factor de crecimiento (G).

La empresa Calzado Caney tiene como política el incremento de sus ventas en un 30%, por tanto es necesario identificar si su crecimiento estará basado en un aumento en el precio de sus productos o en el aumento de la cantidad de productos vendidos; como recomendación a este último punto, sería necesario que la empresa identificara si la capacidad instalada cubre con las ventas esperadas; de lo contrario sería

necesario que se reinvirtiera en activos fijos para aumentar su capacidad instalada; como mínimo se espera que la empresa reinvierta el valor de la depreciación de cada periodo.

Lo anterior afecta directamente el flujo de caja libre, que permite realizar el cálculo del valor de la empresa hallado por el enfoque optimista, tanto en el periodo de relevancia como en el de perpetuidad, manteniendo un comportamiento de crecimiento a perpetuidad basado en la reinversión. Por otra parte se tiene el valor hallado por el enfoque moderado, en donde se valora la empresa suponiendo que a perpetuidad no tendrá crecimiento, por lo tanto se toma la UODI para evaluar este periodo, a diferencia del periodo de relevancia que se espera que la empresa crezca y logre mantenerse.

Finalmente la empresa no está cumpliendo el objetivo básico financiero; el valor de la empresa hallado mediante esta valoración es inferior al valor en libros de sus activos, es decir no se está maximizando la riqueza de los propietarios y por ende la empresa no está generando valor.

# **ANEXOS**

*Análisis estratégico e implementación de procesos de medición y Creación de Valor*

<b>BALANCE GENERAL</b>				
<b>HISTORICO</b>	<b>2.002</b>	<b>%</b>	<b>2.003</b>	<b>%</b>
<b>ACTIVOS</b>				
<b>DISPONIBLE</b>	<b>\$ 12.690.018,91</b>	<b>12%</b>	<b>\$ 210.424.993,40</b>	<b>13%</b>
Caja	\$ 3.055.937,00	3%	\$ 2.305.000,00	0%
Bancos	\$ 9.634.081,91	9%	\$ 208.119.993,40	13%
<b>DEUDORES</b>	<b>\$ 23.506.429,06</b>	<b>22%</b>	<b>\$ 322.323.561,16</b>	<b>20%</b>
Clientes	\$ 18.627.190,00	17%	\$ 16.547.760,00	1%
Anticipos Imptos. Y Retenciones	\$ 2.185.738,00	2%	\$ 126.549.000,00	8%
Deudores Varios	\$ 2.693.501,06	2%	\$ 179.226.801,16	11%
<b>INVENTARIOS</b>	<b>\$ 41.800.519,26</b>	<b>38%</b>	<b>\$ 854.448.857,02</b>	<b>52%</b>
<b>PROPIEDAD PLANTA Y EQUIPO</b>	<b>\$ 31.197.017,00</b>	<b>29%</b>	<b>\$ 257.006.929,85</b>	<b>16%</b>
Edificios		0%	\$ 150.000.000,00	9%
Maquinaria y Equipo	\$ 28.312.017,00	26%	\$ 105.720.643,65	6%
Equipo de Oficina	\$ 685.000,00	1%	\$ 5.307.044,17	0%
Equipo de Computo	\$ 2.200.000,00	2%	\$ 2.623.991,16	0%
Depreciación Acumulada	\$ 0,00		\$ 6.644.749,13	0%
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>\$ 109.193.984,23</b>	<b>100%</b>	<b>\$ 1.644.204.341,43</b>	<b>100%</b>
<b>PASIVOS</b>				
<b>OBLIGACIONES FINANCIERAS</b>	<b>\$ 20.000.000,00</b>	<b>18%</b>	<b>\$ 109.901.914,00</b>	<b>7%</b>
Obligaciones Financieras		0%	\$ 74.352.700,00	5%
Otras Obligaciones Financieras	\$ 20.000.000,00	18%	\$ 35.549.214,00	2%
<b>PROVEEDORES</b>	<b>\$ 0,00</b>	<b>0%</b>	<b>\$ 280.461.378,00</b>	<b>17%</b>
Nacionales		0%	\$ 280.461.378,00	17%
<b>CUENTAS POR PAGAR</b>	<b>\$ 65.243.128,57</b>	<b>60%</b>	<b>\$ 124.981.612,73</b>	<b>8%</b>
Costos y gastos por pagar		0%	\$ 3.056.196,00	0%
Retención en la Fuente	\$ 2.526.339,00	2%	\$ 31.211.000,00	2%
Deuda con Accionistas o Socios	\$ 62.716.789,57	57%	\$ 90.714.416,73	6%
<b>IMPUESTOS POR PAGAR</b>	<b>\$ 3.446.079,43</b>	<b>3%</b>	<b>\$ 6.423.000,00</b>	<b>0%</b>
Renta 2002	\$ 3.446.079,43	3%	\$ 2.656.000,00	0%
Renta 2003		0%	\$ 3.767.000,00	0%
<b>OTROS PASIVOS</b>	<b>\$ 0,00</b>	<b>0%</b>	<b>\$ 1.026.862.522,00</b>	<b>62%</b>
Anticipo Clientes		0%	\$ 1.026.862.522,00	62%
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>\$ 88.689.208,00</b>	<b>81%</b>	<b>\$ 1.548.630.426,73</b>	<b>94%</b>
<b>PATRIMONIO</b>				
<b>CAPITAL SOCIAL</b>	<b>\$ 15.000.000,00</b>	<b>14%</b>	<b>\$ 15.000.000,00</b>	<b>1%</b>
Aportes sociales	\$ 15.000.000,00	14%	\$ 15.000.000,00	1%
<b>REVALORIZACIÓN PATRIMONIO</b>	<b>\$ 0,00</b>	<b>0%</b>	<b>\$ 1.521.913,00</b>	<b>0%</b>
Capital Social		0%	\$ 1.195.475,00	0%
Resultados Ejercicio anterior		0%	\$ 326.438,00	0%
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>\$ 5.504.776,23</b>	<b>5%</b>	<b>\$ 73.720.621,73</b>	<b>4%</b>
Utilidad del Ejercicio	\$ 5.504.776,23	5%	\$ 73.720.621,73	4%
<b>RESULTADOS DEL EJERCICIO ANT.</b>		<b>0%</b>	<b>\$ 5.331.379,97</b>	<b>0%</b>
Utilidad Año anterior		0%	\$ 5.331.379,97	0%
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>\$ 20.504.776,23</b>	<b>19%</b>	<b>\$ 95.573.914,70</b>	<b>6%</b>
<b>TOTAL PASIVO + PATRIMONIO</b>	<b>\$ 109.193.984,23</b>	<b>100%</b>	<b>\$ 1.644.204.341,43</b>	<b>100%</b>

*Análisis estratégico e implementación de procesos de medición y Creación de Valor*

**ESTADO DE RESULTADOS**

<b>HISTORICO</b>	<b>2.002</b>	<b>%</b>	<b>2.003</b>	<b>%</b>
Ventas Netas	\$ 68.654.040,00	100%	\$ 1.999.769.058,78	100%
Costo de los productos vendidos	\$ 38.122.624,74	55,53%	\$ 1.643.667.161,70	82,19%
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	<b>\$ 30.531.415,26</b>	<b>44,47%</b>	<b>\$ 356.101.897,08</b>	<b>17,81%</b>
<b>GASTOS DE OPERACIÓN</b>	<b>\$ 21.245.267,00</b>	<b>30,95%</b>	<b>\$ 172.277.421,95</b>	8,61%
Gastos de administración y grls.	\$ 11.113.519,00	16,19%	\$ 148.640.318,12	7,43%
Gastos de distribución y ventas	\$ 10.131.748,00	14,76%	\$ 23.637.103,83	1,18%
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>\$ 9.286.148,26</b>	<b>13,53%</b>	<b>\$ 183.824.475,13</b>	<b>9,19%</b>
Ingresos no operacionales				
Egresos no operacionales	\$ 335.292,60	0,49%	\$ 43.313.434,44	2,17%
<b>UTILIDAD ANTES DE CORRECCIÓN</b>	<b>\$ 8.950.855,66</b>	<b>13,04%</b>	<b>\$ 140.511.040,69</b>	<b>7,03%</b>
Corrección Monetaria	\$ 0,00	0,00%	\$ 3.428.865,31	0,17%
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>\$ 8.950.855,66</b>	<b>13,04%</b>	<b>\$ 143.939.906,00</b>	<b>7,20%</b>
Provisión impuesto de renta	\$ 3.446.079,43	5,02%	\$ 70.219.284,27	3,51%
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>\$ 5.504.776,23</b>	<b>8,02%</b>	<b>\$ 73.720.621,73</b>	<b>3,69%</b>

*Análisis estratégico e implementación de procesos de medición y Creación de Valor*

**ESTRATEGIAS**

	2.003	2.004	2.005	2.006	2.007	2.008
Costo de Ventas	82,19%	82,19%	82,19%	82,19%	82,19%	82,19%
EBITDA	\$ 183.824.475	\$ 238.971.818	\$ 310.663.363	\$ 403.862.372	\$ 525.021.083	\$ 682.527.408
Margen EBITDA	9,19%	9,19%	9,19%	9,19%	9,19%	9,19%
FCL	\$ 102.535.178,00	\$ 129.219.984	\$ 168.444.469	\$ 219.510.259	\$ 285.967.281	\$ 369.878.609
EVA	-\$ 177.084.465,00	-\$ 146.674.281	-\$ 102.662.195	-\$ 45.425.924	\$ 29.001.102	\$ 129.863.725
GENERACION DE VAI	\$ 30.410.183,00	\$ 44.012.086	\$ 57.236.271	\$ 74.427.026	\$ 100.862.622	\$ 125.831.053
Valor Empresa	\$ 1.620.114.773,00					

	2.003	2.004	2.005	2.006	2.007	2.008
Costo de Ventas	71,00%	71,00%	71,00%	71,00%	71,00%	71,00%
EBITDA	\$ 183.824.475	\$ 529.952.287	\$ 688.937.973	\$ 895.619.364	\$ 1.164.305.174	\$ 1.513.596.726
Margen EBITDA	9,19%	20,39%	20,39%	20,39%	20,39%	20,39%
FCL	\$ 102.535.172,80	\$ 308.172.972,41	\$ 401.083.353,89	\$ 521.940.809,27	\$ 679.126.996,74	\$ 880.986.239,76
EVA	-\$ 177.084.465,67	\$ 32.278.706,53	\$ 129.976.689,34	\$ 257.004.626,13	\$ 422.160.818,15	\$ 640.971.355,77
GENERACION DE VAI	\$ 209.363.172,20	\$ 97.697.982,82	\$ 127.027.936,79	\$ 165.156.192,02	\$ 218.810.537,62	\$ 279.163.342,44
Valor Empresa	\$ 4.134.695.966,98					

## ESCENARIOS

### SITUACION REAL EMPRESA CANEY LTDA.

#### SITUACION REAL "CANEY LTDA."

	2.003
Crecimiento Ventas	299,12%
Costo de Ventas/Ventas	82,19%
Gastos Admon/Ventas	7,43%
Gastos Ventas/Ventas	1,18%
Ventas a Credito	45,00%
Ventas a Contado	55,00%

Compras	\$ 2.456.315.499,46
Rotación de inventarios	187,14
Rotación de Proveedores	41,10
Rotación de Cartera	6,62

Ventas Agost - Dic / 2.002	\$ 68.654.040,00
Ventas Agost - Dic / 2.003	\$ 274.014.999,78

Tasa de impuesto	38,50%
------------------	--------

Impuesto de Renta vigente en Colombia 2,004

#### SUPUESTOS

	2004 - 2008
Crecimiento Ventas	30%
Costo de Ventas/Ventas	82,19%
Gastos Admon/Ventas	7,43%
Gastos Ventas/Ventas	1,18%

Ventas a Credito	45,00%
Ventas a Contado	55,00%
Compras (días)	0

% REINVERS. ACT. FIJOS	0%
DEPRECIACION - AÑOS	5

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Inflación</b>	6,49%	5,80%	5,60%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%

Fuente: [www.dinero.com/indicadores](http://www.dinero.com/indicadores)

*Análisis estratégico e implementación de procesos de medición y Creación de Valor*

**SEGÚN COMPORTAMIENTO DEL SECTOR**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Crecimiento Ventas</b>	10,99%	9,82%	9,51%	9,61%	9,61%	9,61%	9,61%
PIB Sector Industrial	4,23%	3,80%	3,70%	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%
Inflación	6,49%	5,80%	5,60%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%

Fuente: w w w .suleasing.com/Coyuntura y perspectiva de mediano plazo en Colombia(Corfinsura - Suvalor), w w w .dinero.com/indicadores

<b>Costo de Ventas/Ventas</b>	71,00%	71,00%	71,00%	71,00%	71,00%	71,00%	71,00%
-------------------------------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

Fuente: Benchmark -Proyecta-, Sector Calzado, Laboratorio Financiero (UNAB)

<b>Gastos Admon y Ventas/Ventas</b>	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Inflación	6,49%	5,80%	5,60%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%

Fuente: Benchmark -Proyecta-, Sector Calzado, Laboratorio Financiero (UNAB); w w w .dinero.com/indicadores

<b>Ventas a Credito</b>	45,00%
<b>Ventas a Contado</b>	55,00%
<b>Compras (días)</b>	60

<b>Cuentas por pagar/Ventas</b>	0,15%
<b>Cuentas por Cobrar</b>	\$ 16.547.760,00
<b>Compras</b>	\$ 2.456.315.499,46

<b>Rotación de inventarios</b>	130
<b>Rotación de Proveedores</b>	40

Fuente: Benchmark -Proyecta-, Sector Calzado, Laboratorio Financiero (UNAB)

<b>% REINVERS. ACT. FIJOS</b>	1,00%
<b>DEPRECIACION - AÑOS</b>	5

<b>Rotación de Proveedores</b>	30,00
<b>Rotación de Cartera</b>	115,00

*Análisis estratégico e implementación de procesos de medición y Creación de Valor*

**ESCENARIO REAL**

**FLUJO DE CAJA**

<b>INGRESOS</b>	<b>2.003</b>	<b>2.004</b>	<b>2.005</b>	<b>2.006</b>	<b>2.007</b>	<b>2.008</b>
Ventas	\$ 1.999.769.058,78	\$ 2.599.699.776,41	\$ 3.379.609.709,34	\$ 4.393.492.622,14	\$ 5.711.540.408,78	\$ 7.425.002.531,42
Costo de ventas	\$ 1.643.667.161,70	\$ 2.136.767.310,21	\$ 2.777.797.503,27	\$ 3.611.136.754,25	\$ 4.694.477.780,53	\$ 6.102.821.114,69
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	<b>\$ 356.101.897,08</b>	<b>\$ 462.932.466,20</b>	<b>\$ 601.812.206,07</b>	<b>\$ 782.355.867,88</b>	<b>\$ 1.017.062.628,25</b>	<b>\$ 1.322.181.416,73</b>
Gastos Administracion	\$ 148.640.318,12	\$ 193.232.413,56	\$ 251.202.137,62	\$ 326.562.778,91	\$ 424.531.612,58	\$ 551.891.096,36
Gastos Ventas	\$ 23.637.103,83	\$ 30.728.234,98	\$ 39.946.705,47	\$ 51.930.717,11	\$ 67.509.932,25	\$ 87.762.911,92
<b>EBITDA</b>	<b>\$ 183.824.475,13</b>	<b>\$ 238.971.817,67</b>	<b>\$ 310.663.362,97</b>	<b>\$ 403.862.371,86</b>	<b>\$ 525.021.083,42</b>	<b>\$ 682.527.408,44</b>
Depreciacion	\$ 6.644.749,13	\$ 7.973.698,96	\$ 9.568.438,75	\$ 11.482.126,50	\$ 13.778.551,80	\$ 16.534.262,16
<b>EBIT</b>	<b>\$ 177.179.726,00</b>	<b>\$ 230.998.118,71</b>	<b>\$ 301.094.924,22</b>	<b>\$ 392.380.245,36</b>	<b>\$ 511.242.531,62</b>	<b>\$ 665.993.146,29</b>
Correccion Monetaria	\$ 3.428.865,31	\$ 3.620.881,77	\$ 3.820.030,26	\$ 4.030.131,93	\$ 4.251.789,19	\$ 4.485.637,59
<b>UTILIDAD A. IMPSTO</b>	<b>\$ 180.608.591,31</b>	<b>\$ 234.619.000,48</b>	<b>\$ 304.914.954,49</b>	<b>\$ 396.410.377,29</b>	<b>\$ 515.494.320,81</b>	<b>\$ 670.478.783,88</b>
Impuesto	\$ 69.534.307,65	\$ 90.328.315,18	\$ 117.392.257,48	\$ 152.617.995,26	\$ 198.465.313,51	\$ 258.134.331,79
<b>UODI</b>	<b>\$ 111.074.283,66</b>	<b>\$ 140.669.803,53</b>	<b>\$ 183.702.666,74</b>	<b>\$ 239.762.250,11</b>	<b>\$ 312.777.218,11</b>	<b>\$ 407.858.814,50</b>
Depreciacion	\$ 6.644.749,13	\$ 7.973.698,96	\$ 9.568.438,75	\$ 11.482.126,50	\$ 13.778.551,80	\$ 16.534.262,16
Correccion Monetaria	\$ 3.428.865,31	\$ 3.620.881,77	\$ 3.820.030,26	\$ 4.030.131,93	\$ 4.251.789,19	\$ 4.485.637,59
<b>F. DE C. BRUTO</b>	<b>\$ 114.290.167,48</b>	<b>\$ 145.022.620,72</b>	<b>\$ 189.451.075,23</b>	<b>\$ 247.214.244,67</b>	<b>\$ 322.303.980,72</b>	<b>\$ 419.907.439,06</b>
Variac. KTNO	\$ 11.754.994,67	\$ 15.281.493,08	\$ 19.865.941,00	\$ 25.825.723,30	\$ 33.573.440,29	\$ 43.645.472,37
Inversion A.F.	\$ 6.644.749,13	\$ 7.973.698,96	\$ 9.568.438,75	\$ 11.482.126,50	\$ 13.778.551,80	\$ 16.534.262,16
<b>FLUJO CAJA LIBRE</b>	<b>\$ 95.890.423,67</b>	<b>\$ 121.767.428,68</b>	<b>\$ 160.016.695,48</b>	<b>\$ 209.906.394,88</b>	<b>\$ 274.951.988,64</b>	<b>\$ 359.727.704,53</b>

*Análisis estratégico e implementación de procesos de medición y Creación de Valor*

**CAPITAL DE TRABAJO NETO OPERATIVO**

	<b>2.002</b>	<b>2003</b>
CXC	\$ 23.506.429,06	\$ 322.323.561,16
Disponible	\$ 12.690.018,91	\$ 210.424.993,40
Inventarios	\$ 41.800.519,26	\$ 854.448.857,02
Proveedores	\$ 0,00	\$ 280.461.378,00
Otros Pasivos	\$ 0,00	\$ 1.026.862.522,00
Cx Pagar	\$ 2.526.339,00	\$ 34.267.196,00
Impuestos	\$ 3.446.079,43	\$ 6.423.000,00

	<b>2.002</b>	<b>2.003</b>	<b>2.004</b>	<b>2.005</b>	<b>2.006</b>	<b>2.007</b>	<b>2.008</b>	<b>2.009</b>
Ventas	\$ 68.654.040,00	\$ 1.999.769.058,78	\$ 2.599.699.776,41	\$ 3.379.609.709,34	\$ 4.393.492.622,14	\$ 5.711.540.408,78	\$ 7.425.002.531,42	\$ 9.652.503.290,84
KTNO	\$ 72.024.548,80	\$ 39.183.315,58	\$ 50.938.310,25	\$ 66.219.803,33	\$ 86.085.744,33	\$ 111.911.467,63	\$ 145.484.907,92	\$ 189.130.380,29
<b>KTNO/Ventas</b>	<b>104,91%</b>	<b>1,96%</b>						
Variac. KTNO	-\$ 32.841.233,22	\$ 11.754.994,67	\$ 15.281.493,08	\$ 19.865.941,00	\$ 25.825.723,30	\$ 33.573.440,29	\$ 43.645.472,37	-\$ 189.130.380,29

	<b>2.002</b>	<b>2.003</b>	<b>2.004</b>	<b>2.005</b>	<b>2.006</b>	<b>2.007</b>	<b>2.008</b>	<b>2.009</b>
Ventas	\$ 68.654.040,00	\$ 1.999.769.058,78	\$ 2.599.699.776,41	\$ 3.379.609.709,34	\$ 4.393.492.622,14	\$ 5.711.540.408,78	\$ 7.425.002.531,42	\$ 9.652.503.290,84
EBITDA	\$ 9.286.148,26	\$ 183.824.475,13	\$ 238.971.817,67	\$ 310.663.362,97	\$ 403.862.371,86	\$ 525.021.083,42	\$ 682.527.408,44	\$ 887.285.630,98
<b>MARGEN EBITDA</b>	<b>13,53%</b>	<b>9,19%</b>						

	<b>2.002</b>	<b>2.003</b>	<b>2.004</b>	<b>2.005</b>	<b>2.006</b>	<b>2.007</b>	<b>2.008</b>	<b>2.009</b>
Inflación		6,49%	5,80%	5,60%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
<b>Efectos x inflación proyect.</b>	<b>\$ 0,00</b>	<b>\$ 3.428.865,31</b>	<b>\$ 3.620.881,77</b>	<b>\$ 3.820.030,26</b>	<b>\$ 4.030.131,93</b>	<b>\$ 4.251.789,19</b>	<b>\$ 4.485.637,59</b>	<b>\$ 4.485.637,59</b>

## ESCENARIO SEGÚN EL COMPORTAMIENTO DEL SECTOR

### FLUJO DE CAJA

INGRESOS	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Ventas	\$ 1.999.769.058,78	\$ 2.196.154.379,43	\$ 2.404.947.168,59	\$ 2.636.170.814,11	\$ 2.889.625.457,04	\$ 3.167.448.496,60
Costo de ventas	\$ 1.643.667.161,70	\$ 1.559.269.609,39	\$ 1.707.512.489,70	\$ 1.871.681.278,02	\$ 2.051.634.074,50	\$ 2.248.888.432,59
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	<b>\$ 356.101.897,08</b>	<b>\$ 636.884.770,03</b>	<b>\$ 697.434.678,89</b>	<b>\$ 764.489.536,09</b>	<b>\$ 837.991.382,54</b>	<b>\$ 918.560.064,01</b>
Gastos Administracion y ventas	\$ 172.277.421,95	\$ 464.706.266,69	\$ 507.924.842,01	\$ 556.232.041,78	\$ 609.710.971,43	\$ 668.331.632,78
<b>EBITDA</b>	<b>\$ 183.824.475,13</b>	<b>\$ 172.178.503,35</b>	<b>\$ 189.509.836,88</b>	<b>\$ 208.257.494,31</b>	<b>\$ 228.280.411,11</b>	<b>\$ 250.228.431,23</b>
Depreciacion	\$ 6.644.749,13	\$ 11.037.057,89	\$ 15.846.952,23	\$ 21.119.293,85	\$ 26.898.544,77	\$ 26.588.692,63
<b>EBIT</b>	<b>\$ 177.179.726,00</b>	<b>\$ 161.141.445,46</b>	<b>\$ 173.662.884,66</b>	<b>\$ 187.138.200,46</b>	<b>\$ 201.381.866,34</b>	<b>\$ 223.639.738,60</b>
Correccion Monetaria	\$ 3.428.865,31	\$ 3.620.881,77	\$ 3.820.030,26	\$ 4.030.131,93	\$ 4.251.789,19	\$ 4.485.637,59
<b>UTILIDAD A. IMPSTO</b>	<b>\$ 180.608.591,31</b>	<b>\$ 164.762.327,23</b>	<b>\$ 177.482.914,92</b>	<b>\$ 191.168.332,39</b>	<b>\$ 205.633.655,52</b>	<b>\$ 228.125.376,19</b>
Impuesto	\$ 69.534.307,65	\$ 63.433.495,98	\$ 68.330.922,25	\$ 73.599.807,97	\$ 79.168.957,38	\$ 87.828.269,83
<b>UODI</b>	<b>\$ 107.645.418,35</b>	<b>\$ 97.707.949,48</b>	<b>\$ 105.331.962,41</b>	<b>\$ 113.538.392,49</b>	<b>\$ 122.212.908,96</b>	<b>\$ 135.811.468,77</b>
Depreciacion	\$ 6.644.749,13	\$ 11.037.057,89	\$ 15.846.952,23	\$ 21.119.293,85	\$ 26.898.544,77	\$ 26.588.692,63
Correccion Monetaria	\$ 3.428.865,31	\$ 3.620.881,77	\$ 3.820.030,26	\$ 4.030.131,93	\$ 4.251.789,19	\$ 4.485.637,59
<b>F. DE C. BRUTO</b>	<b>\$ 110.861.302,17</b>	<b>\$ 105.124.125,60</b>	<b>\$ 117.358.884,37</b>	<b>\$ 130.627.554,42</b>	<b>\$ 144.859.664,54</b>	<b>\$ 157.914.523,81</b>
Variac. KTNO	\$ 3.847.958,32	\$ 4.091.069,27	\$ 4.530.577,68	\$ 4.966.170,08	\$ 5.443.642,50	\$ 5.967.021,51
Inversion A.F.	\$ 0,00	\$ 21.961.543,79	\$ 24.049.471,69	\$ 26.361.708,14	\$ 28.896.254,57	\$ 31.674.484,97
<b>FLUJO CAJA LIBRE</b>	<b>\$ 107.013.343,84</b>	<b>\$ 79.071.512,53</b>	<b>\$ 88.778.835,00</b>	<b>\$ 99.299.676,20</b>	<b>\$ 110.519.767,48</b>	<b>\$ 120.273.017,34</b>

*Análisis estratégico e implementación de procesos de medición y Creación de Valor*

**CAPITAL DE TRABAJO NETO OPERATIVO**

	2002	2003
CXC	\$ 23.506.429,06	\$ 322.323.561,16
Disponibles	\$ 12.690.018,91	\$ 210.424.993,40
Inventarios	\$ 41.800.519,26	\$ 854.448.857,02
Proveedores	\$ 0,00	\$ 280.461.378,00
Otros Pasivos	\$ 0,00	\$ 1.026.862.522,00
Cx Pagar	\$ 2.526.339,00	\$ 34.267.196,00
Impuestos	\$ 3.446.079,43	\$ 6.423.000,00

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ventas	\$ 68.654.040,00	\$ 1.999.769.058,78	\$ 2.196.154.379,43	\$ 2.404.947.168,59	\$ 2.636.170.814,11	\$ 2.889.625.457,04	\$ 3.167.448.496,60	\$ 3.471.982.832,31
<b>KTNO</b>	\$ 72.024.548,80	<b>\$ 39.183.315,58</b>	\$ 43.031.273,90	\$ 47.122.343,18	\$ 51.652.920,86	\$ 56.619.090,94	\$ 62.062.733,43	\$ 68.029.754,94
<b>KTNO/Ventas</b>	104,91%	1,96%	1,96%	1,96%	1,96%	1,96%	1,96%	1,96%
<b>Variac. KTNO</b>	<b>-\$ 32.841.233,22</b>	<b>\$ 3.847.958,32</b>	<b>\$ 4.091.069,27</b>	<b>\$ 4.530.577,68</b>	<b>\$ 4.966.170,08</b>	<b>\$ 5.443.642,50</b>	<b>\$ 5.967.021,51</b>	<b>-\$ 68.029.754,94</b>

Ventas	\$ 68.654.040,00	\$ 1.999.769.058,78	\$ 2.196.154.379,43	\$ 2.404.947.168,59	\$ 2.636.170.814,11	\$ 2.889.625.457,04	\$ 3.167.448.496,60	\$ 3.471.982.832,31
EBITDA	\$ 9.286.148,26	\$ 183.824.475,13	\$ 172.178.503,35	\$ 189.509.836,88	\$ 208.257.494,31	\$ 228.280.411,11	\$ 250.228.431,23	\$ 274.286.643,75
<b>MARGEN EBITDA</b>	<b>13,53%</b>	<b>9,19%</b>	<b>7,84%</b>	<b>7,88%</b>	<b>7,90%</b>	<b>7,90%</b>	<b>7,90%</b>	<b>7,90%</b>

*Análisis estratégico e implementación de procesos de medición y Creación de Valor*

**COSTO DE CAPITAL**

<b>INFORMACION RELEVANTE</b>	
Total de Deuda	\$ 200.616.330,73
Total Patrimonio	\$ 1.443.588.010,70
Total Activos Netos de Operación	\$ 1.644.204.341,43
Porcentaje de Deuda	12,20%
Porcentaje de Patrimonio	87,80%
Deuda / Patrimonio	13,90%
Tasa de impuesto	38,50%
Costo de la Deuda	29,00%

Tasa Libre de Riesgo	5,57%
Primal Riesgo del Mercado	5,73%
Beta Apalancada	0,79
Riesgo País	4,31%
Ke en USD	10,110%
Ke en USD con prima	14,420%
Inflación Externa	2,75%
Inflación Interna	5,50%
Inflación de paridad	2,68%
Ke Colombia Pesos	17,483%
Costo Deuda	17,84%
Costo Patrimonio	17,48%

**INFORMACION DE REFERENCIA - U.S.A.**

<b>SECTOR DE REFERENCIA</b>	
Beta del sector (Bu)	0,73

Fuente: [www.oscarleongarcia.com](http://www.oscarleongarcia.com) (Damodaram)

Fuente: Damodaram, [www.inflationdata.com](http://www.inflationdata.com), Base de datos Lab. Financiero-UNAB, Revista Dinero edicion Dic. 2003

<b>COSTO DE CAPITAL</b>	<b>17,53%</b>
-------------------------	---------------

*Análisis estratégico e implementación de procesos de medición y Creación de Valor*

**ESCENARIO REAL**

	PERPETUIDAD						
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
UODI	\$ 111.074.283,66	\$ 140.669.803,53	\$ 183.702.666,74	\$ 239.762.250,11	\$ 312.777.218,11	\$ 407.858.814,50	\$ 531.751.407,11
Flujo de Caja Libre	\$ 95.890.423,67	\$ 121.767.428,68	\$ 160.016.695,48	\$ 209.906.394,88	\$ 274.951.988,64	\$ 359.727.704,53	\$ 716.396.149,81

G	0,71%	0,93%	1,21%	1,57%	2,04%	<b>2,65%</b>	-11,50%
b	10,58%	10,86%	10,81%	10,77%	10,73%	<b>10,70%</b>	-35,57%
RAN	6,76%	8,56%	11,17%	14,58%	19,02%	<b>24,81%</b>	32,34%

**ENFOQUE OPTIMISTA**

Costo de Capital	17,53%
Flujo de Caja - 2008	\$ 359.727.704,53
<b>VLR PERPETUIDAD</b>	<b>\$ 1.078.853.601,86</b>

VP de la Relevancia	\$ 492.888.778,50
VP de Perpetuidad	\$ 1.078.853.601,86
<b>VALOR DE LA EMPRESA</b>	<b>\$ 1.571.742.380,36</b>
Valor de la Deuda	\$ 200.616.330,73
<b>VALOR PARA LOS ACC</b>	<b>\$ 1.371.126.049,63</b>

**ENFOQUE MODERADO**

Costo de Capital	17,53%
------------------	--------

VP de la Relevancia	\$ 492.888.778,50
VP de Perpetuidad	\$ 1.037.932.515,81
<b>VLR DE LA EMPRESA</b>	<b>\$ 1.530.821.294,31</b>
Valor de la Deuda	\$ 200.616.330,73
<b>VLR PARA LOS ACC</b>	<b>\$ 1.330.204.963,58</b>

*Análisis estratégico e implementación de procesos de medición y Creación de Valor*

**ESCENARIO SEGUN EL COMPORTAMIENTO DEL SECTOR**

	PERPETUIDAD						
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
UODI	\$ 107.645.418,35	\$ 97.707.949,48	\$ 105.331.962,41	\$ 113.538.392,49	\$ 122.212.908,96	\$ 135.811.468,77	\$ 149.038.000,47
Flujo de Caja Libre	\$ 107.013.343,84	\$ 79.071.512,53	\$ 88.778.835,00	\$ 99.299.676,20	\$ 110.519.767,48	\$ 120.273.017,34	\$ 207.002.639,03
<b>G</b>	-0,17%	0,91%	0,77%	0,61%	0,44%	<b>0,66%</b>	-3,68%
<b>b</b>	-2,60%	15,37%	12,09%	8,99%	6,09%	<b>8,14%</b>	-41,90%
<b>RAN</b>	6,55%	5,95%	6,36%	6,80%	7,28%	<b>8,05%</b>	8,78%

ENFOQUE OPTIMISTA	
Costo de Capital	17,53%
Flujo de Caja - 2008	\$ 120.273.017,34
<b>VLR PRES PERPETUIDAD</b>	<b>\$ 373.687.973,34</b>
VP Flujo de Caja Libre	\$ 377.669.791,21
VP de Perpetuidad	\$ 373.687.973,34
<b>VALOR DE LA EMPRESA</b>	<b>\$ 751.357.764,55</b>
Valor de la Deuda	\$ 200.616.330,73
<b>VALOR PARA LOS ACC</b>	<b>\$ 550.741.433,82</b>

ENFOQUE MODERADO	
Costo de Capital	17,53%
VP de la Relevancia	\$ 250.657.495,20
VP de Perpetuidad	\$ 406.189.463,81
<b>VLR DE LA EMPRESA</b>	<b>\$ 656.846.959,01</b>
Valor de la Deuda	\$ 200.616.330,73
<b>VLR PARA LOS ACC</b>	<b>\$ 456.230.628,28</b>

*Análisis estratégico e implementación de procesos de medición y Creación de Valor*

**VALOR ECONOMICO AGREGADO**

**ESCENARIO REAL**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>EVA PROYECTADO</b>	-\$ 177.084.465,67	-\$ 147.488.945,80	-\$ 104.456.082,58	-\$ 48.396.499,22	\$ 24.618.468,78	\$ 119.700.065,17	\$ 243.592.657,78
<b>GENERACION DE VALOR</b>	<b>\$ 29.595.519,87</b>	<b>\$ 43.032.863,22</b>	<b>\$ 56.059.583,36</b>	<b>\$ 73.014.968,01</b>	<b>\$ 95.081.596,38</b>	<b>\$ 123.892.592,61</b>	-\$ 243.592.657,78
<b>RAN</b>	6,76%	8,56%	11,17%	14,58%	19,02%	24,81%	32,34%
<b>UODI</b>	\$ 111.074.283,66	\$ 140.669.803,53	\$ 183.702.666,74	\$ 239.762.250,11	\$ 312.777.218,11	\$ 407.858.814,50	\$ 531.751.407,11
<b>Activos Ntos Operac.</b>	\$ 1.644.204.341,43	\$ 1.644.204.341,43	\$ 1.644.204.341,43	\$ 1.644.204.341,43	\$ 1.644.204.341,43	\$ 1.644.204.341,43	\$ 1.644.204.341,43

<b>Costo de Capital</b>	17,53%
-------------------------	--------

VC por FCL	\$ 2.418.951.890,44
Activos Netos de operacion	\$ 1.644.204.341,43
VC por el metodo EVA	\$ 774.747.549,01

**VALOR EMPRESA - METODO EVA**

Valor Presente EVA	\$ -218.029.961,03
Vlr Presente VC	\$ 406.095.744,86
<b>VMA</b>	<b>\$ 188.065.783,83</b>

<b>Inversion Neta</b>	\$ 11.754.994,67	\$ 15.281.493,08	\$ 19.865.941,00	\$ 25.825.723,30	\$ 33.573.440,29	\$ 43.645.472,37	\$ -189.130.380,29
-----------------------	------------------	------------------	------------------	------------------	------------------	------------------	--------------------

<b>G</b>	0,71%	0,93%	1,21%	1,57%	2,04%	2,65%	-11,50%
<b>b</b>	10,58%	10,86%	10,81%	10,77%	10,73%	10,70%	-35,57%