

Burkenroad Report de BUENAVISTA CONSTRUCTORA Y PROMOTORA S. A.

JUAN DIEGO FLÓREZ GONZALEZ

Trabajo de Grado para optar por el título de Magister en Finanzas

Director del Trabajo de Grado: Luis Berggrun Preciado

Universidad ICESI
Facultad de Ciencias, Administrativas y Económicas
Cali, junio 2014

Resumen

Este trabajo tiene como objetivo principal, hacer una valoración financiera objetiva de la empresa Buenavista Constructora es una empresa que está mostrando altos niveles de endeudamiento, esto, además de ser riesgoso para su operación, disminuye el valor de la compañía, por lo tanto, se busca evidenciar esta situación por medio del ejercicio de valoración, para poder proponer una estructura de capital diferente.

Abstract

This work has as main goal, to make an objective assessment of the company financial Buenavista Construction is a company that is showing high levels of debt, this, besides being risky to operate, reduces the value of the company therefore seeks demonstrate this situation through the exercise of valuation, to propose a different capital structure.

Palabras clave.

VIP. Vivienda de interés prioritario.

PIB. Producto interno bruto.

ROE. Rentabilidad sobre el patrimonio

NSR-10. Norma sismorresistente 2010

Keywords:

VIP. Housing priority interest.

PIB. Gross domestic product

ROE return on equity

Code seism resistant 2010

Tabla de contenido

Burkenroad Report de BUENAVISTA CONSTRUCTORA Y PROMOTORA S. A.	2
1. Resumen de la recomendación de inversión	6
2. Tesis de inversión	6
2.1. Expectativa de crecimiento del mercado.....	7
2.2. Estrategia de crecimiento de la compañía.....	8
2.3. Cambios significativos en el mercado.	9
3. Valoración.....	10
3.1. Flujo de caja descontado	10
3.2. Múltiplos de precio/utilidad por acción.	11
3.3. Precio/valor en libros por acción.	11
4. Análisis de la industria.....	12
4.1. Tendencias del consumo y la demanda.....	12
4.2. Elementos macroeconómicos.....	13
4.3. Barreras de entrada	14
4.4. Poder de negociación de los proveedores	15
4.5. Poder de negociación de los compradores	16
4.6. Disponibilidad de sustitutos	16
4.7. Intensidad de la competencia dentro del sector o la industria.....	16
5. Descripción de la compañía	18
5.1. Breve reseña histórica y ubicación geográfica de la compañía.....	18
5.2. Productos y principales clientes.....	19
5.3. Estrategia.....	20
5.4. Competidores	21
5.5. Hechos o tendencias recientes.....	22
6. Análisis de competidores	23
6.1. Constructora Meléndez	23
6.2. Constructora Normandía.....	24
6.3. Constructora Alpes.....	24
6.4. Constructora Bolívar	24

7	Directivos de la firma.....	25
7.1	Gerente general.....	25
7.2	Asesor administrativo y financiero.....	26
7.3	Asesor Técnico.....	26
7.4	Planes de compensación a ejecutivos.....	26
7.5	Composición de la junta directiva.....	27
8	Composición accionaria.....	27
9	Análisis de riesgos	28
9.1	Riesgos operacionales.....	28
9.2	Riesgos regulatorios.....	29
9.3	Riesgos financieros	30
10	Desempeño financiero y proyecciones.....	31
11	¿Qué haría Ben Graham?	36
12	Bibliografía.	38
13	Anexos	38

1. Resumen de la recomendación de inversión

Buenavista Constructora y Promotora S. A. es una firma de construcción de vivienda fundada en el año 2004. Su objetivo principal es la maximización de las utilidades a través del ejercicio de la construcción. Al comenzar su ejercicio su nicho principal se encontraba en viviendas de estratos 3 y 4, con el tiempo se ha ido ubicando en los estratos 5 y 6. En la actualidad copa todos los estratos socioeconómicos ya que también se encuentra realizando un proyecto de vivienda de interés social estratos 1 y 2 en la ciudad de Popayán. Es importante resaltar que a sus inicios su radio de ubicación solo estaba en Cali, hoy finamente se encuentra en tres ciudades de Colombia.

El pronóstico del precio de la compañía se hace con corte 31 de diciembre de 2012. Su precio se estima en **\$4800.240.823 COP**. Este precio se estima con base en el número de acciones que es **600.000** con un precio por acción de **\$8000.40 COP**. Se establecieron 3 supuestos fundamentales para la elaboración de la valoración, el primero de ellos es la expectativa de crecimiento de mercado, el segundo es la estrategia de crecimiento de la compañía y finalmente, los cambios significativos que se avecinan en el mercado.

2. Tesis de inversión

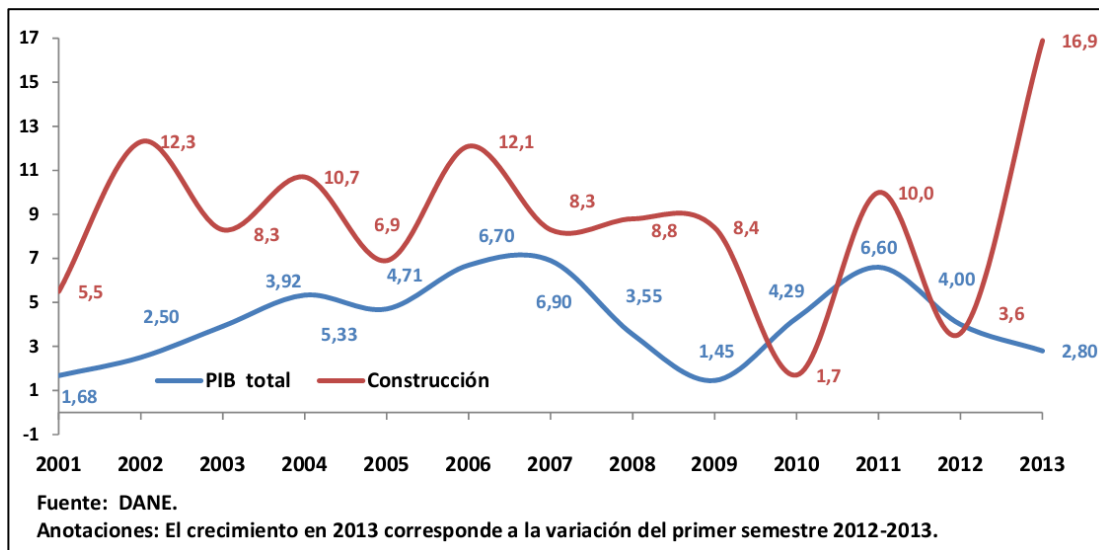
El precio por acción proyectado es de **\$8000.40 COP**. Este precio es fruto del ejercicio de valoración inicial. Inicia con el valor en libros de la compañía. Este se compara con base en la percepción de los socios, sobre en cuanto estarían dispuestos a vender sus acciones. Se utilizaron datos del balance y estado de resultados de los últimos 5 periodos. Con estos se

proyectó el flujo de caja libre descontado algunos supuestos como inflación, crecimiento y datos generales fueron proyectados con base en el comportamiento del sector real.

2.1. Expectativa de crecimiento del mercado

Según el grafico anterior, la economía colombiana creció un 4.2 % mientras que el sector de la construcción en particular creció 6.4 %, es decir, que la construcción es un jalonador del PIB nacional. Estos datos son con corte al primer semestre de 2013. Esperamos que su desenvolvimiento sea de manera positiva en el 2013 y con gran expectativa de seguir así en 2014.

Grafico 1. Comportamiento del sector de la construcción respecto del PIB nacional



Adicional a es esto, existe una gran expectativa por el programa del ministerio de vivienda denominado “100.000 casa gratuitas”. Este proyecto con cobertura nacional, ha permitido

que empresas de diferentes regiones del país construyan vivienda estrato 1 y 2. Este proyecto ofrece garantías del ministerio de vivienda, lo cual es interesante para estas empresas. Uno de los supuestos es la inflación que bajo el análisis de sensibilidad se proyectó de 2.45% anual. Adicional el crecimiento de las ventas se proyectó en 2.0% anual cifra bastante conservadora pero viable debido a crecimiento negativos en el pasado y su repunte a partir del 2013. Por otra parte el crecimiento de los costos de construcción se estimó en 2.25% anual esto debido a que el indicador en los últimos 5 años ha tenido tendencia decreciente.

2.2. Estrategia de crecimiento de la compañía

Mirando internamente el desempeño de la compañía, encontramos tres estrategias claramente definidas, las cuales se aplican de manera simultánea y crean unas condiciones favorables para su crecimiento.

La primera de ellas tiene que ver con la diversificación de los segmentos de venta. Hoy en día la empresa cubre todos los estratos socioeconómicos en la venta unidades de vivienda. Esta diversificación le permite tener clientes en todos los nichos de mercado. Lo anterior permite que en estratos bajos donde la rotación de unidades es muy alta obtener ganancias por volumen (debido a los incentivos gubernamentales y el alta demanda). También permite utilidades razonables y reclamando beneficios tributarios como el IVA. El complemento de esta estrategia es tener proyectos en sectores medios y altos donde la demanda es menor con ganancias son mayores.

La segunda estrategia corresponde a la diversificación geográfica, esta empresa ha pasado de ser una empresa netamente local a tener cobertura nacional. Hoy es posible ver proyectos de esta compañía en Cali, en Bogotá y en Popayán con la expectativa de abrir un nuevo nicho de mercado en la costa atlántica ya sea Cartagena o Barranquilla.

Por último, existe la estrategia de incursionar en una nueva subindustria que es la construcción de obras de infraestructura, se creó la empresa Capitalis conformada por una estructura accionaria parecida a Buenavista. Ahora esta empresa tiene como misión no solo estar presente en obras de infraestructura licitadas en lo público y lo privado sino la ejecución de las obras de urbanismo que resultasen de los proyectos de edificación de Buenavista.

2.3. Cambios significativos en el mercado.

Claramente existen dos cambios significativos en el mercado, aunque no son nuevos, si son políticas puestas en marcha por el gobierno Santos y tienen un horizonte de aplicación a mediano plazo.

La primera de nuevo es la política de 100.000 viviendas gratuitas, a un costo promedio de 70 SMMLV, se convierte en una bolsa de 4.2 billones para ejecutar en 4 años, lo que significa un impulso muy evidente en el mercado. El segundo cambio es la política monetaria del subsidio a la tasa para viviendas nuevas entre los 79 y 180 millones. Una reducción de 250 puntos básicos por parte del gobierno y 250 puntos básicos por parte de las entidades financieras. Esta reducción en la tasa es un incentivo contundente a la tendencia de adquirir vivienda, ya que influye directamente en la cuota mensual.

3. Valoración

Los métodos utilizados para la valoración fueron tres. Estos fueron escogidos debido a que son los más comunes y permiten ser aplicados a cualquier tipo de empresa, el primero de ellos es el flujo de caja descontado, el segundo es la valoración por múltiplos de precio/utilidad por acción y por último el precio/valor por acción en libros.

3.1. Flujo de caja descontado

Inicialmente se hacen suposiciones de inductores macroeconómicos con base en los históricos recogidos, luego se establecen parámetros internos de la empresa recogidos de su comportamiento histórico, como deuda patrimonio, días rotación de cartera, cifras que nos muestren su comportamiento, posterior a estos supuestos proyectamos el balance y el estado de resultados diez años. Por ultimo verificamos que las ecuaciones contables generales se encuentren cerrando y obtenemos el flujo de caja libre. Este FCL lo traemos a valor presente descontado a WACC y obtenemos el valor de los activos operacionales, le sumamos el efectivo y le restamos la deuda de largo plazo así obtenemos un valor de los activos que se divide en las acciones en circulación y nos da un valor de \$8693.09 por acción. Para el WACC tenemos en cuenta la proporción entre la deuda y el capital y las tasas de colocación de los mismos y el beta transformado con la ecuación de Hamada alrededor de 11.67%.

Por otra parte el valor de continuidad resulta de traer el penúltimo valor del FCL del año 9, a una tasa de descuento de WACC restando la combinación entre inflación y PIB que

habíamos usado de 4.96%. para la perpetuidad afectamos el ultimo valor del FCL del año 10 por un gradiente de perpetuidad proyectado y de nuevo lo descontamos a una tasa de WACC menos la combinación de inflación y PIB.

3.2. Múltiplos de precio/utilidad por acción.

En este método se tuvo en cuenta utilidad por acción común del sector \$742.27 COP, la UPA de Buenavista que es \$1000.01 COP así como su precio en libros que es de \$2104.000.000 COP dividido el número de acciones 600.000. Realmente es un valor muy diferente y no muy coherente debido ya que no son empresas que coticen en bolsa y son muy heterogéneas para su comparación el valor de la acción fue de \$4724.61 COP.

Tabla 1. Calculo por el método de los múltiplos

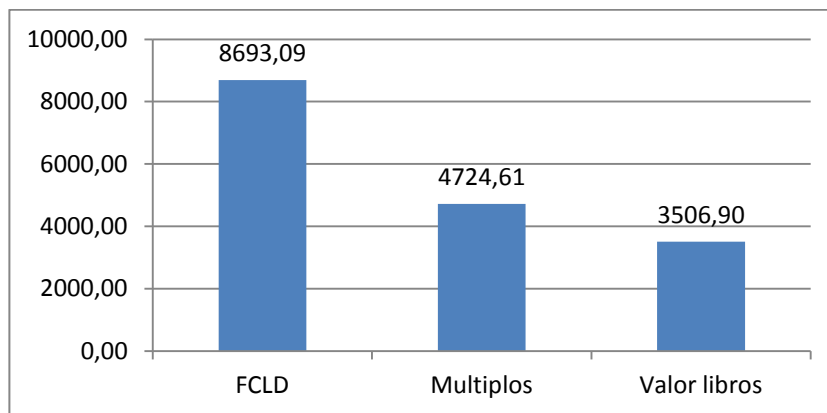
Precio acción BVISTA	precio x acción (valor en libros)		UPA Buenavista
	utilidad por acción		
Precio acción BVISTA	$\frac{3506,90}{742,27}$	1000,02	4724,61

3.3. Precio/valor en libros por acción.

En este método se utilizó el valor del patrimonio en libros en el 2012 que era de \$2.104.014.000 COP y las acciones del momento que eran de 600.000 acciones arrojando un valor de \$3.507 COP. Un valor medio entre el FCL y el método de los múltiplos.

Ahora ponderamos los tres métodos así: 85% al método del flujo de caja y un 7.5% a cada uno de los otros dos, el método de múltiplos es muy impreciso por estar sustentado en una UPA común para el sector muy heterogéneo. Y el valor de la acción por los libros no nos da una referencia exacta porque la empresa no capitaliza todos los recursos.

Grafico 2. Comparación del valor de la acción por diferentes métodos.



4. Análisis de la industria

Buenavista es una empresa de tamaño mediano puesto 75 entre 2051 empresas según el listado de 2013. Sus ventas anuales ascienden aproximadamente a 27.000.000.000 COP, y su participación en el mercado es del **0.26 %**. En marcaremos el análisis de la industria se enmarcara dentro de las 5 fuerzas de Porter.

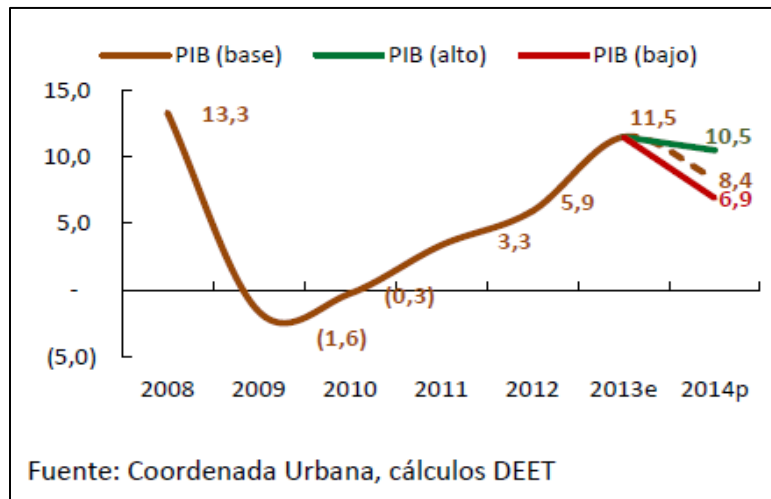
4.1. Tendencias del consumo y la demanda

Uno de los indicadores más dicientes en la construcción son los metros cuadrados que efectivamente se construyen. En el primer semestre de 2013 se evidenció crecimiento del 18 % y en el segundo semestre una cifra cercana al 20 % volviendo a niveles

históricamente buenos como los del 2008. El Valle se encuentra en segunda posición con mayor incremento en las licencias.

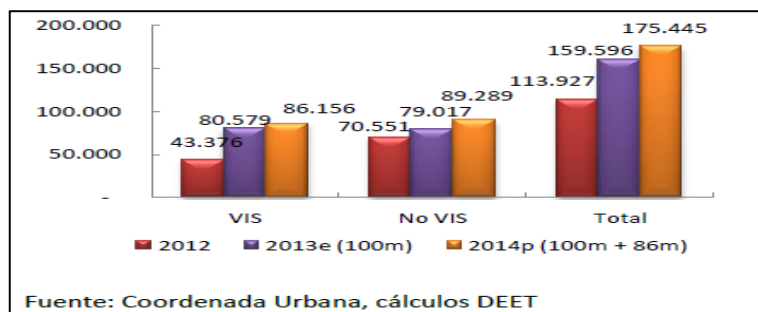
4.2 Elementos macroeconómicos

Grafico 3. Proyección en tres escenarios del PIB de la construcción para el 2014.



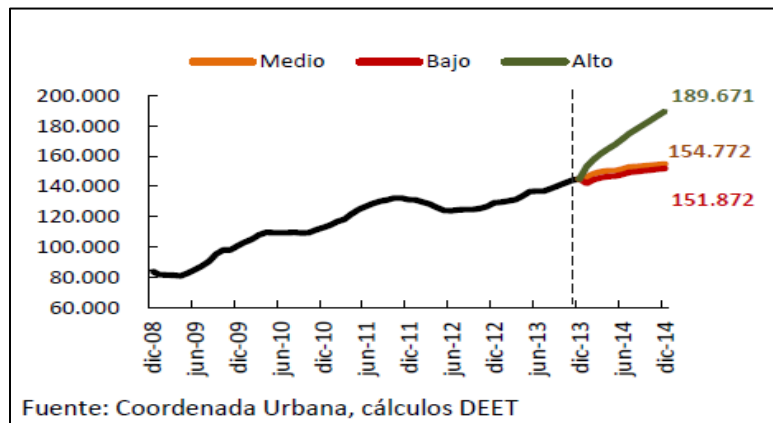
Las expectativas para el 2014 son alentadoras en el mejor de los escenarios el sector tendrá un crecimiento del 10.5 % y en su escenario más ácido será de 6.9 % superior a lo que creció en el 2013 (6.4 %). Esto es alentador para las perspectivas de crecimiento e inversión individuales de cada empresa del sector.

Grafico 4. Proyecciones de los metros cuadrados licenciados.



Importantísimo destacar el impulso de los metros cuadrados con la iniciativa 100.000 viviendas gratuitas, podemos observar como aportan al crecimiento en el 2014, es un incremento aproximado del 16 % sobre lo licenciado en el 2013.

Gráfico 5. Proyección de ventas sector edificaciones año 2014.



Con base en los resultados obtenidos en el 2013 y con base en el crecimiento del PIB se espera que las ventas crezcan en el 2014. En el peor de los escenarios podríamos ver un comportamiento muy parecido al 2013 y en su mejor comportamiento un incremento mayor al 20 %.

4.3 Barreras de entrada

Es posible la de aparición barrera de entradas naturales como el alto índice de capital de inversión, la identidad de marca y las economías de escala que hace difícil la aparición competitiva de algún nuevo competidor. Sin embargo, empresas existentes y medianas ofrecen productos más flexibles y con menor costo debido a su estructura operativa.

Algunas empresas en el ámbito local como Constructora Limonar, Constructora Ibico, Cuzesar, presentan productos con diseños atractivos y a un menor valor debido a que su estructura operativa es menor, sacrifican utilidad para poder obtener un pedazo de mercado.

4.4 Poder de negociación de los proveedores

La producción de cemento se convierte en un elemento que corrobora de la recuperación del sector. El cemento es esencial en la construcción y nos muestra como este se ha venido recuperando. Sin embargo, la dependencia de nuestro sistema constructivo de este elemento, hace que los constructores tengan una desventaja con estos proveedores que de hecho son dos o tres en el país y conforman un monopolio. Este monopolio es muy fuerte con mucha capacidad de negociación y se traduce en incremento en los costos de construcción que finalmente es trasladado al comprador siendo una amenaza para el sector.

En esta industria los proveedores se encuentran muy concentrados en torno a dos productos principales: el cemento y sus derivados y el acero. Grandes cadenas monopolizan el sector dejando poca capacidad de negociación a las empresas. Existen poca diferenciación de insumos y un índice de costos crecientes aunque con una inflación controlada. Realmente la importancia del volumen individual de cada comprador no es muy significativa para los proveedores ya que la industria presenta mucha competencia y atomización.

4.5 Poder de negociación de los compradores

El volumen de los compradores ha venido decreciendo en los 2 últimos años, pero es posible que se incremente según las perspectivas del sector. Estos tienen una gran cantidad de información a la hora de la compra, pues no es una compra a la ligera debido a que es un bien inmueble y en la mayoría de los casos es la decisión del hogar en donde vivir. Existen diferencias del producto a lo largo del mercado, diferencias en metros cuadrados, acabados, tipo de construcción, lo que lo convierte en un mercado de amplias posibilidades para el comprador. Es importante la identidad de marca debido a la seguridad que genera que sea reconocido el constructor del proyecto.

4.6 Disponibilidad de sustitutos

No es de relevancia en esta industria por varios motivos: el primero es que la aparición de nuevas tecnologías no es bien vista y se ha preguntado por el factor estructural y por el factor normativo ya que deben cumplirse las exigencias del NSR-10. Por otra parte, a pesar de tendencias nuevas en acabados y diseño, no se consideran elementos sorpresa dentro de la industria. Finalmente, no existe el riesgo de incursión de un competidor masivo.

4.7 Intensidad de la competencia dentro del sector o la industria.

Existen diferencias entre los productos actuales, son muy heterogéneos en diseño, áreas, acabados, precios. Tratándose de casas y apartamentos la identidad de marca

cobra un papel pertinente ya que puede ser una compra para toda la vida. Los competidores más pequeños compiten con menor precio, esto a veces determina la compra. La información no es muy compleja y está a la vista del competidor. Existe heterogeneidad en los competidores, foráneos, locales, de diferentes tamaños y con diferentes enfoques de empresa, algunos tienen ventajas competitivas sobre otros en un factor determinante que es la tierra.

El mercado general de la construcción de vivienda en Colombia está estimado en aproximadamente 10.3 billones de pesos, entre 2051 constructoras formalizadas aproximadamente. Los valores de participación de mercado resulta de las divisiones entre las ventas anuales y el total de todo el negocio de la construcción, por esta razón se reflejan porcentajes pequeños pero si miramos las ventas el rango oscila entre 30.000 millones COP y 80.000 millones COP.

Tabla 2. Principales competidores

Competidores	Ventas 2012	Participación	Ranking Nacional
Constructora Bolívar	81.062	0,79%	23
Jaramillo Mora	91.378	0,89%	18
Constructora Meléndez	67.891	0,66%	25
Grupo Normandía	39.113	0,38%	45
Constructora Buenavista	26.689	0,26%	73
Constructora Alpes	21.531	0,21%	98
*Ventas en millones		**Competidores Locales	

Fuente: Base de datos Gestor de Crédito

Tabla 3. Participación mercado

Participación	2008	2009	2010	2011	2012
Buenavista	\$ 24.308	\$ 24.037	\$ 27.024	\$ 28.427	\$ 26.689
Sector Construcción	\$ 7.968.198	\$ 9.212.615	\$ 9.584.482	\$ 9.264.914	\$ 10.277.529
Participación	0,31%	0,26%	0,28%	0,31%	0,26%

Fuente: base de datos Gestor de Crédito

5 Descripción de la compañía

Buenavista Constructora y Promotora S. A. es una firma de construcción de vivienda. Su objeto social es el desarrollo y promoción de proyectos de vivienda. Fundada en 2004 por 7 socios 4 de ellos con carácter inversionista y los 3 restante con especialidad en el ramo.

5.1 Breve reseña histórica y ubicación geográfica de la compañía

Fundada en enero del 2004, por Manuel Reyes, Antonio Reyes, Guillermo Reyes, German Orrego, German Posada, Iván Barreto y Mauricio Posso. Dentro de las especialidades de los fundadores encontramos heterogeneidad en sus profesiones: tres médicos, un odontólogo, y tres ingenieros. Estos últimos involucrados directamente en la toma de decisiones gerenciales, y los 4 primeros integrando decisiones macro en torno a decisiones de junta directiva. Sus operaciones se encuentran principalmente en Cali con aproximadamente cinco proyectos en la actualidad. Incursionaron en el mercado capitalino aproximadamente hace dos años con dos proyectos, y finalmente tiene operaciones en Popayán con proyectos de vivienda de interés social.

Entre sus productos más destacados de encuentran unidades residenciales que albergan entre 4 a 7 torres. Estas difieren en altura entre 5 a 8 pisos. Adicionalmente la construcción de casas en condominio es común en sus proyectos.

5.2 Productos y principales clientes

Sus productos son conjuntos de vivienda en casas o apartamentos. Dentro de los productos encontramos viviendas con diferentes tipos de acabados, viviendas con metros cuadrados diferentes, algunas con posibilidad de ampliación, parqueaderos y zonas comunes. También es posible encontrar casas en condominio cerrado con lote propio y ocasionalmente elegir el sistema de acabados esto también depende del estrato socioeconómico en el que desarrolle el proyecto. Sus ventas anuales ascienden aproximadamente a 27.000.000.000 COP, y representan un 0.26 % del mercado de la construcción y ocupan el puesto 73 en la clasificación de la construcción 2013 entre 2051 empresas. En Cali pueden ocupar el puesto 5 o 6 entre las más conocidas y de mayor impacto en el mercado.

Sus clientes son muy heterogéneos y diversos. Se encuentran ubicados en los estratos 3 4 y 5 principalmente. En general por el tipo de producto que vende esta empresa es decir su costo y necesidad es difícil encontrar clientes habituales. Así que la demanda de su producto es la necesidad que tiene los hogares en formación o aquellos interesados en adquirir casa propia.

5.3 Estrategia

Su estrategia de crecimiento es en un 95 % orgánico es decir crecen internamente la organización generando puestos de trabajo a medida que la necesidad lo indique y podríamos decir que es flexible y dependerá del volumen de trabajo que sea posible concentrar en el año, a veces hay 3 o 4 proyectos desarrollándose simultáneamente, cuando existen más es necesario ampliar su capacidad operativa temporalmente. Podríamos decir de esta compañía que empezó con 4 empleados en 2004 y hoy tiene 91 empleados de planta fija, que alcanzó un tamaño óptimo y que atiende sus necesidades con esa planta. En algunas situaciones de picos de trabajo contrata personal temporal por periodos fijos de duración de proyectos. Esto es evidencia de su crecimiento orgánico, el crecimiento de los departamentos y la organización interna ha generado ya departamento jurídico, departamento financiero departamento de ventas, departamento técnico y departamento administrativo. Dentro de estos existe claramente una jerarquización piramidal que sustenta todos los procesos. Se han creado también estructuras intermedias que no son departamentos propiamente pero si son grandes y pronto pueden llegar a establecerse oficialmente son ellos: sistemas, compras, y diseño.

Por otra parte, realizo una combino la anterior estrategia con la incursión en otros negocios. Creo una compañía paralela llamada Capitalis, esta es la encargada de ejecutar obras de urbanismo e infraestructura en los proyectos propios, labor que antes se subcontractaban. Esta misma compañía se abre espacio en el ámbito público y privado en la realización de

obras de infraestructura. Esta compañía se encuentra dentro del mismo sector de la construcción, pero está en otro subsector que son las obras de infraestructura.

5.4 Competidores

El mercado de Cali es bastante competido. Existen compañías locales como Jaramillo Mora, Meléndez, y Constructora Alpes. También participan foráneos que intentan colonizar el mercado, como Constructora Bolívar, Constructora Marval, Constructora Colpatria. Estos competidores utilizan estrategias parecidas en algunas para el desarrollo de sus productos. En la estrategia de ventas, todos utilizan la sala modelo, fiducia para la preventa, y descuentos por pago anticipado de la cuota inicial. Algunos han vinculado la estrategia de bonos para decoración o amueblamiento en claros ejemplos de juntar esfuerzos con proveedores de ramos parecidos pero de distintos sectores. También usan descuentos en productos cruzados.

Por otra parte, utilizan pautas comerciales en revistas comunes especializadas en el medio, y publicidad específica a grupos que son potenciales compradores de vivienda, en eso el gremio es muy conservador y casi no hay innovación. Las diferencias vienen en la parte constructiva y en los diseños que es donde definitivamente los clientes se motivan o inclinan por espacios más amplios balcones, parqueaderos, zonas comunes. Este es el punto más importante de diferenciación puesto que lo primero que el cliente se fija. Seguido a esto está el precio por metro cuadrado que varía según la zona y el diseño que tenga y los acabados y aditamentos especiales. Así pues que en este punto está el secreto del éxito, un

buen producto a un precio razonable puede hacer que las unidades de rotación en un mes superen los dos dígitos o bien no se vendan más de dos unidades por mes.

5.5 Hechos o tendencias recientes

Existen tres hechos que comentar. Uno de los hechos más recientes es el posible cambio en el impuesto de delineación urbana en la ciudad. Este incremento que aún no está definido podría afectar en gran medida a constructores ya que la tasa impositiva aumentaría y esta se trasladaría de nuevo al cliente final. Aquí aún no hay definiciones ciertas, parece ser una realidad el alza en la tarifa para el año 2015.

Segundo, el impuesto de la plusvalía que este reglamentado en leyes estatutarias, aún no encuentra norte en su aplicación por parte del municipio de Cali. Esto afectaría notoriamente la posibilidad del desarrollo de proyectos muy grandes que deberían pagar una alta tasa de impuestos. Esto todavía no es una realidad y dependerá de los cambios que haga la administración municipal y la posterior aprobación el Concejo de la ciudad.

Tercero, es bien conocido que la mayoría de estas empresas financia la parte de la construcción con recursos de entidades financieras. Por esta razón, es necesaria la continuidad de la política monetaria para mantener las tasas de préstamos estables y bajas. Su piso base de partida es la DTF mas un margen de interés acordado dependiendo de la capacidad de negociación del cliente en este caso la constructora.

6 Análisis de competidores

Tabla 4. Competidores

Competidores	Equity*	P/E (trailing)	P/BV	Deuda	ROE
Buenvista	2.104	3,5068	2,06	91,73%	28,51%
Constructora Bolívar	33.781	8,6703	23,13	82,86%	11,53%
Constructora Meléndez	102.775	147,9032	9,03	50,24%	0,67%
Grupo Normandía	10.113	30,2603	26,07	83,54%	3,30%
Constructora Alpes	22.224	4,6582	5,56	54,43%	21,46%
Promedio	34.199	39,00	13,17	72,56%	13,09%
* miles de millones					

Fuente: Cámara Comercio Cali y Gestor de Crédito

6.1 Constructora Meléndez

Tiene grandes ganancias respecto a sus acciones debido a que también es la acción más baja nominalmente a un peso por acción. Pero esto hace que su ROE sea muy bajo al tener en patrimonio tan alto. Se encuentra endeudada al 50 % lo cual es muy bueno porque casi no usa crédito para adelantar proyectos, consecuencia lógica de poseer muchos terrenos. Es la que mejor reporta en cuanto al rendimiento de sus activos. Se encuentra en proceso de reestructuración al acogerse a la ley 550.

6.2 Constructora Normandía

Empresa en acuerdo de acreedores, aunque varió su razón social y ahora es Grupo Normandía. Tiene un ROE muy bajo debido a que reporta utilidades muy bajas en los últimos años, consecuencia de su restructuración financiera y también como mecanismo de blindaje antes los compromisos adquiridos previamente. Reporta un buen rendimiento de las utilidades sobre el precio de su acción y tiene aún un patrimonio considerable. El rendimiento sobre el valor de la empresa es muy atractivo llegando a casi 40 puntos. Es una compañía balanceada, aunque presenta un nivel de endeudamiento superior al 83 %. Su recuperación de cartera es la mejor de las 5 empresas.

6.3 Constructora Alpes

Muy tradicional en Cali. Presenta un ROE muy bueno aun considerando un patrimonio alto mayor a las \$22.000.000.000 COP. Es la que más reporta ganancias de las cinco empresas. Presenta unos rendimientos sobre los activos bajos, debido a que sus activos son altos, pero las utilidades también lo son. Tiene una deuda muy bien manejada alrededor del 50 %, lo cual indica el gran nivel de gestión en sus ventas y cobro. Su utilidad espera respecto al precio de la acción es casi cercano a 1.0 lo que indica que están obteniendo buenos beneficios respecto a su capital inicial.

6.4 Constructora Bolívar

Es una extensión de un grupo financiero y bancario. Tiene un ventaja operacional y es el respaldo de Davivienda a sus operaciones ya que pertenecen al mismo grupo. Tiene

presencia en toda Colombia. Y en Cali se ha caracterizado por ser muy arrolladora en proyectos que presentan muy buenos precios pero con problemas en postventa y acabados, su calidad es discutible. Presenta un Roe de comportamiento normal debido al atractivo patrimonio. No es muy buena en la recuperación de cartera, aun así sus indicadores financieros son estables debido al apalancamiento financiero a bajo interés que tienen. Otra característica es que poseen una utilidad por acción muy baja y un endeudamiento cercano al 83 %. Parece que la característica o negocio principal es utilizar los recursos del banco y no el negocio de la construcción.

7 Directivos de la firma

Los directivos de esta firma presentan un alto grado de educación y experiencia. Expertos en sus respectivas especialidades y a su vez han acumulado gran experiencia en compañías previas donde han llegado al tope de crecimiento profesional, y ahora se encuentran laborando en su propia compañía. De los tres directivos principales, dos están vinculados a la compañía en horarios extracurriculares, debido a que aún conservan sus otros puestos en las compañías que laboran actualmente.

7.1 Gerente general

Carlos Mauricio Posso, es Ingeniero Civil y especialista en gerencia de la construcción, vinculado desde sus inicios a la compañía. Se desempeñó como gerente de la Fundación Compartir en Cali, filial de la constructora Pedro Gómez.

7.2 Asesor administrativo y financiero

Manuel Bernardo Reyes, es Ingeniero Industrial y especialista en finanzas y gerencia. Fue gerente de CPA, construcciones prefabricadas Alpes, gerente financiero del Riopaila Castilla, y la misma posición ocupó en Lloreda Grasas. Fundador de la compañía y está presente desde sus inicios, además es el gerente actual de Capitalis la empresa paralela para desarrollar obras de urbanismo e infraestructura.

7.3 Asesor Técnico

Iván Enrique Barreto. Ingeniero Civil y especialista en desarrollo vial y gerencia. Se desempeña como director técnico de la concesión PISA. Amplio conocimiento en el desarrollo técnico de las obras, así como de costos y programación de obras. Fundador de la empresa en compañía del gerente y los otros socios.

7.4 Planes de compensación a ejecutivos

Existe una figura no muy ortodoxa. Dos de los socios que tienen conocimiento amplio del negocio de la construcción auditan actividades administrativas financieras y técnicas y por esta actividad reciben honorarios de gerencia pactados en al inicio del proyecto y aprobados por los demás socios de junta directiva. Adicional el gerente general recibe incentivos por desempeño, basados realmente en la consecución de mayores utilidades al desarrollar los proyectos.

7.5 Composición de la junta directiva

La junta directiva se encuentra conformada por 5 puestos de primer renglón con sus respectivos suplentes. Observamos que los principales son los cinco accionistas con mayor proporción de acciones y sus suplentes en algunos casos son sus esposas, renglón 2,4 y 5.

Tabla 5. Junta Directiva

Junta directiva	Cargo	Junta directiva	Cargo
Manuel Reyes	Principal renglón 1	Guillermo Reyes	Suplente renglón 1
Antonio Reyes	Principal renglón 2	Ingeborg Kreie	Suplente renglón 2
Iván Barreto	Principal renglón 3	Mauricio Posso	Suplente renglón 3
German Orrego	Principal renglón 4	Susana García	Suplente renglón 4
German Posada	Principal renglón 5	Ana Fernanda López	Suplente renglón 5

Fuente: Cámara Comercio Cali.

8 Composición accionaria

La composición de esta firma de construcción esta desglosada en la tabla a continuación. Vemos que no existe un accionista mayoritario individualmente pero si una tendencia a la mayoría con tres hermanos que si sumarían más del 44.50 % de la firma.

Tabla 6. Composición accionistas

Accionistas	Porcentaje	# Acciones
Mauricio Posso	8,50%	51.000
German Orrego	17,25%	103.500
German Posada	17,25%	103.500
Manuel Reyes	17,25%	103.500
Antonio Reyes	10,00%	60.000
Guillermo Reyes	17,25%	103.500
Ivan Barreto	12,50%	75.000
Total	100,00%	600.000

Fuente. Buenavista constructora.

9 Análisis de riesgos

En el negocio de la construcción existen varios riesgos. Por la particularidad el negocio necesita grandes sumas de dinero y deben ser invertidas para la ejecución de un proyecto adicional a la conjunción de varios actores que conforman un papel fundamental para su culminación exitosa. Aun así regulaciones del gobierno y del mismo mercado permiten una estabilidad en el negocio a mediano plazo, a continuación describiremos sus principales amenazas.

9.1 Riesgos operacionales

Entre los principales riesgos operacionales encontramos, rezagos en la infraestructura del transporte. En algunas zonas las limitaciones de acceso para la construcción de las viviendas son numerosas a veces el transporte puede resultar incluso igual de costoso que el mismo material. Este problema es recurrente en proyectos públicos y privados en la nación y lastimosamente afecta a los proyectos de estrato uno y dos en mayor medida. Buenavista tiene proyectos en estrato 1 y 2, en la ciudad de Popayán.

El comportamiento desleal e ilegal de competidores es otra circunstancia. Algunas constructoras aun lavan dinero de grupos al margen de la ley. Otras solo les interesan la colocación de dinero en gran cantidad, debido a su respaldo financiero y no tienen como objetivo principal el desarrollo de la actividad edificadora, colaborando con el detrimento de la calidad. Finalmente, constructoras con poco capital y pocas herramientas, siguen engañado a compradores. Falta control en el sector para evitar este tipo de situaciones.

El alza de los precios de los terrenos en el país, al haber poca disponibilidad. La falta de planificación de gobiernos locales que no crean norma suficiente o incorporan terrenos con normas al potencial banco de tierras en desarrollo es una limitante fuerte y definitiva en la ampliación del horizonte de la construcción.

Por último, encontramos problemas con algunos proveedores no es un secreto que los altos costos de construcción, reflejados en el incremento de costos de construcción de vivienda para el 2012 fuese de 2.35 %, esta cifra mayor al IPC. Es importante destacar el duopolio que tiene dos compañías cementeras en el país, lo cual hace que fijen precios con aumentos considerables y que la capacidad de negociación de las empresas sea casi nula, por la poca apertura del mercado. El cemento es el elemento más sensible en la construcción de país debido al sistema de construcción aprobado en el código NSR-10, y porque es el de mayor acogida por el mercado debido antecedentes de seguridad y protección de la inversión. Materiales como el acero también presentan control del mercado sin llegar a ser monopolio e influyen significativamente en el costo de producción. Todos estos factores se traducen en aumento del valor el precio de venta en detrimento de los compradores y a veces de las mismas empresas que deben ajustar costos o reducir calidad para permanecer en el mercado.

9.2 Riesgos regulatorios

Dentro de estos riesgos encontramos el cambio en las regulaciones ambientales. En algunos proyectos las CAR y los departamentos administrativos de gestión ambiental han

endurecido las regulaciones sobre todo con el transporte y la disposición final de residuos y escombros lo cual hace aún más difícil cumplimiento, a veces con razón a veces exagerado. También la negativa por parte de los prestadores de servicios públicos en la expedición de posibilidades de servicios. En ocasiones no existe la capacidad de brindar servicios públicos a los proyectos en desarrollo, de nuevo por la falta de inversión o por la falta de planificación de organismos locales. Cambios en la regulación laboral, como la supresión de los parafiscales y el nacimiento del CREA, son un proceso de ajuste que apenas empieza para las empresas. Estos han tenido impactos negativos en los flujos de caja programados, y falta más divulgación y claridad. Cambios en normativas de impuestos. Mencionado anteriormente el uso de instrumentos legales como la plusvalía y la delimitación urbana pueden afectar significativamente los costos. De la misma manera aún no se ha establecido tarifas claras de aplicación y compensaciones a los tributos y no se tiene certeza de que pueda pasar con esto. Existen leyes que los soportan nacionalmente, pero la implementación es netamente de los municipios y consejos municipales.

9.3 Riesgos financieros

Tabla 7. Principales indicadores financieros.

Competidores	RC	PA	AP	R CAR
Constructora Buenavista	1,38	0,51	1109,38%	37,34
Constructora Bolívar	1,26	0,37	483,71%	70,25
Constructora Meléndez	1,35	0,32	100,98%	93,79
Grupo Normandía	0,93	0,71	507,74%	33,97
Constructora Alpes	1,34	0,79	119,46%	73,57

Fuente: Gestor de Crédito

El análisis de riesgo financiero de Buenavista nos muestra que tiene buen manejo de capital de trabajo (alta razón corriente y ácida y el menor número de días en cartera) pero tiene un problema de apalancamiento excesivo.

Lo anterior nos introduce en la parte más sensible del análisis, y el uso excesivo del crédito en compañías de este tipo. Las que presentan mejores indicadores son las que obviamente tiene un patrimonio mayor y presentan una mayor solidez financiera, ya sea representada en activos o en patrimonio. La demás presentan apalancamientos excesivos del 500 % hasta del 1100 % en el caos de Buenavista. Hay varias cosas para revisar aquí. La primera es que las que presentan grandes apalancamientos a veces no muestran el verdadero patrimonio que tiene y se trabaja con el valor contable lo cual es riesgoso al momento de pedir créditos y presentarse a la ejecución de proyectos ya que no sería muy bien visto. Por otro, lado si comparamos su apalancamiento con su nivel de endeudamiento podemos inferir cuales hace uso excesivo del crédito como es el caso de Buenavista, que presenta endeudamientos cercanos al 93 %.

10 Desempeño financiero y proyecciones

Inicialmente no se tienen previstas inversiones en terrenos más bien como política de generar más caja al negocio se están buscando alianzas para desarrollar lotes de terceros. Se tiene proyectado una inversión grande en equipos de construcción especialmente en formaletas metálicas para la construcción de vivienda de interese social de manera masiva, es una inversión cercana a los \$1.000.000.000 COP.

Por otra parte no se tiene planteado la emisión de acciones nuevas, pero si una capitalización por porcentajes iguales a la participación inicial que permita reducir el nivel de apalancamiento bancario con el objetivo de reducir el riesgo financiero.

Por otra parte respecto al ciclo de conversión de efectivo que hoy es de 141 días, con el implemento de la tecnología de formaletas y la inversión en capital de trabajo puede tener la tendencia a reducir los días, porque el ciclo de construcción mejorar y los días de inventario y de cuentas por pagar.

Tabla 8. Indicadores financieros comparados con el sector.

Competidores	RC	PA	APAL	R CAR
Buenvista	1,38	0,51	1109,38%	37,34
El sector	1,51	0,83	152,18%	69,97

Fuente: Gestor de Crédito

Analizando la razón corriente, observamos que se encuentra muy parecida al promedio arrojado por el sector en el 2012. Lo cual es favorable pues indica que tiene una situación de liquidez aceptable para cumplir con sus compromisos financieros de corto plazo.

Respecto a la prueba ácida podemos inferir que ambos el sector y la compañía no están en una posición deseable, mientras el sector por cada peso que tiene prestado solo tiene 83 centavos para cubrir la obligación, la empresa solo tiene 51 centavos, esto es preocupante pues como mínimo para ambos debería ser 1.0.

Respecto al apalancamiento esta empresa se encuentra muy apalancada mientras la industria muestra niveles de 150 % de apalancamiento lo cual es razonable y se encuentra dentro de los límites establecidos como óptimos, esta empresa muestra niveles de apalancamiento de más de 1100 %, lo cual es muy desfavorable. Toda su operación es apalancada y está en riesgo inminente pues si por alguna razón debe salir a cubrir sus obligaciones no tendrá forma de hacerlo con su patrimonio actual y ninguna empresa esta exenta de que cambien las condiciones. Por otra, parte muestra niveles de endeudamiento muy por encima de lo normal llegando hasta el 93 % de endeudamiento que es altísimo para una firma como esta.

Finalmente, analizando la rotación de la cartera, la empresa se encuentra en muy buena posición ya que sus días de recuperación de cartera son 37, casi la mitad de los de la industria 70. Esta es una de las razones por las cuales a pesar de estar en altos niveles de endeudamiento pueden cumplir con eficiencia las obligaciones financieras de mediano plazo. Demuestra también un buen manejo en la gestión de la cartera y buen manejo de las subrogaciones de crédito individuales por parte de los compradores. Es importante mencionar que a pesar de su patrimonio relativamente bajo, han logrado posicionarse en el sector como una constructora de buena calidad y cumplimiento. Participan del mercado local con una buena porción y tiene rendimientos superiores a los niveles de inversión que serían óptimos para encontrarse en el número 73 del listado.

Rotación de inventarios: En el año 2012 la empresa tuvo una rotación de 247 días inferior a las de la Industria que es de 298 días. Es destacable que a pesar de ser muchos días por el

tipo de producto es normal ya que no se tiene casas en inventario para venderlas de inmediato, es un producto que se paga por anticipado y se recibe al final de la construcción. Con respecto a los años anteriores, este indicador ha desmejorado. Existen dos razones; la primera un incremento en el número de proyectos; la segunda proyectos de mayor envergadura.

Razón pasivo ventas y total: El pasivo total con respecto a las ventas es del 88 % esto prácticamente nos indica que están comprometidos el 88 % de los recursos que van a entrar para la cobertura de obligaciones financieras u obligaciones con proveedores. Por otra parte, el pasivo corriente respecto de pasivo total es de 74 %, indicador alto que obliga a cancelar el 75 % de sus obligaciones a corto plazo.

La rentabilidad bruta es de 17.06 %, inferior a los porcentajes presentados por la industria, pero aun así es un indicador aceptable. Podría mejorarse haciendo un mejor control de costos en obra y utilizando métodos alternativos de construcción lo cual implicaría inversión en maquinaria y equipos para mejorar rendimientos.

Margen de utilidad operacional: Para el año 2012 Buenavista presentó un porcentaje de 4.37 % es un monto relativamente bajo ya que la industria presenta márgenes de utilidad cercanos al 9.24 %. No se ven costos exagerados en la parte operacional tanto en obra como en oficina de hecho se tiene una planta relativamente mediana para el volumen de operaciones que se requiere. Esto puede ser consecuencia de un fenómeno presente en la construcción que consiste en que en los años fiscales no coinciden con inicios de

obras o proyectos y a veces muchos gastos se cargan a las obras al final del año y presentan un incremento en cuentas como producto en proceso u obras de construcción en curso. Además, las ventas por el inicio de esos proyectos apenas pueden estar en proceso de entrar y puede verse afectada la utilidad operativa y la utilidad bruta debido a la unidad central de caja.

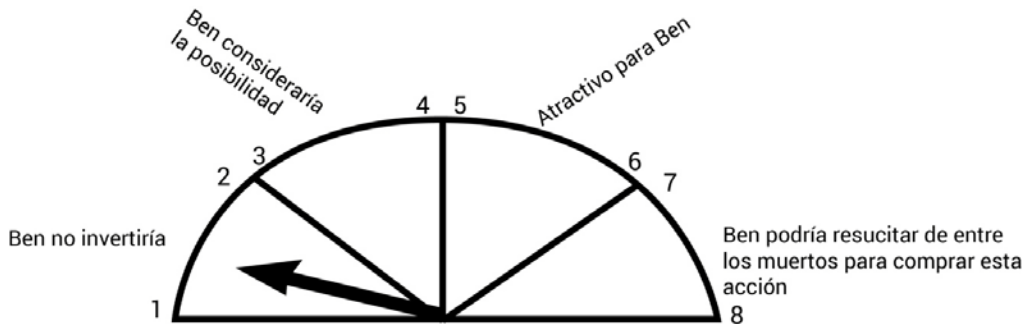
Margen neto de utilidades: Para el año 2012 es de 2.24 % y la industria de 8.84 % nuevamente por debajo de los índices. Encontramos una explicación lógica en el sobre endeudamiento, que causa mayores intereses y reduce la utilidad neta. Hay un punto discutible y es que si bien, la estructura de capital no depende tanto de aportes de los accionistas y es en su mayoría financiación del banco. A veces es más económico trabajar con la plata del banco que con la plata propia, pues el costo del capital propio siempre será mayor que el costo de capital financiero. Así es mejor tener utilidad menor con poca inversión que grandes utilidades con grandes inversiones en donde al final la tasa interna de retorno será menor.

ROE: Constructora Buenavista en el año 2012 cuenta con un ROE de 28.51 %, es atractivo para los inversionistas que puedan mirar la empresa ya que el indicador medio de la industria apenas se acerca a 8.83 %. Hay que tener en cuenta que el patrimonio que se usa para este indicador es un patrimonio que no es muy alto comparado con la competencia y comparado con el sector. Hay que tener cuidado al mirar cual es el tipo de análisis y que se está incluyendo ahí porque la cifra puede parecer atractiva, pero puede estar desdibujada por los valores de ingreso para el análisis

11 ¿Qué haría Ben Graham?

Ben Graham es considerado uno de los pioneros de la inversión basada en valor (“value investing”). Él desarrolló diez reglas o pautas para ayudar a los inversionistas a seleccionar acciones de valor. La versión modificada a continuación contiene solo ocho pautas. Las primeras seis pautas tratan de determinar si una acción está sobre o subvalorada y las últimas dos tratan de determinar el crecimiento y la estabilidad de la compañía. En conjunto estas ocho pautas les ayudan a los inversionistas a determinar si una acción tiene un precio adecuado para lograr un crecimiento fuerte y consistente en el futuro.

En últimas se contabilizan los criterios que cumple la compañía para llegar a una escala de cuán atractivo es invertir en la compañía.



En este caso se cumplen 3 criterios. Por consiguiente, se podría considerar la posibilidad de inversión en la misma. Dos de los criterios se cumplieron en la parte inicial así que podríamos decir que la acción está sobrevalorada. En cuanto al último criterio cumplido, se encuentra en la parte de crecimiento y estabilidad de la compañía. Lo cual es bastante atractivo debido al comportamiento del mercado y las proyecciones futuras. Los tres criterios que se cumplieron fueron por poco y no hubo grandes holguras.

Buenavista constructora y promotora S.A.

Análisis de Ben Graham

Criterio #1 Una razón UPA/Precio igual a 2 veces el yield de un TES a 10 años				
UPA=	\$ 1.000,00	Precio:	\$	8.000,40
UPA/Precio				12,50%
Tasa (e.a.) de TES a 10 años (2X)				12,48%
Si				
Criterio # 2: Una razón P/UPA menor a 1/2 de la razón más alta en los últimos 5 años				
P/UPA en	12/31/08			1,9
P/UPA en	12/31/09			2,3
P/UPA en	12/31/10			2,3
P/UPA en	12/31/11			5,1
P/UPA en	12/31/12			3,5
	Razón P/UPA actual			8,0
No				
Criterio # 3: Una razón dividendo por acción/ precio por acción de 1/2 el yield de un TES a 10 años				
Dividendos por acción	\$ -	Price:	\$	8.000,40
Rendimiento por dividendo (D/P)				0
1/2 el yield de un TES a 10 años				3,12%
No				
Criterio # 4: Un precio por acción menor a 1.5 veces el valor en libros por acción				
Precio por acción			\$	8.000,40
Valor en libros por acción	12/31/12		\$	3.506.690,00
150% del valor en libros por acción	12/31/12		\$	5.260.035,00
Si				
Criterio # 5: Deuda total menor al valor en libros del patrimonio				
Deuda (con pago de intereses)	12/31/12		\$	15.306.020.000
Valor en libros del patrimonio	12/31/12		\$	2.104.014.000
No				
Criterio # 6: Una razón corriente de dos o más				
Activos corrientes al	12/31/12		\$	25.447.200.000
Pasivos corrientes al	12/31/12		\$	17.440.600.000
Razón corriente	12/31/12			1,5
No				
Criterio # 7: Crecimiento en utilidades del 7% o más en los últimos 5 años				
UPA en	12/31/12		\$	1.000,02
UPA en	12/31/11		\$	1.068,63
UPA en	12/31/10		\$	1.290,53
UPA en	12/31/09		\$	1.109,08
UPA en	12/31/08		\$	992,95
No				
Criterio #8 Estabilidad en el crecimiento de utilidades				
UPA en	12/31/12	\$	1.000,02	-6%
UPA en	12/31/11	\$	1.068,63	-17%
UPA en	12/31/10	\$	1.290,53	16%
UPA en	12/31/09	\$	1.109,08	12%
UPA en	12/31/08	\$	992,95	
Si				

Total de puntos (criterios cumplidos) =

3

12 Bibliografía.

BRP Benchmark. *Sector construcción*

Cámara de Comercio de Cali

Informe económico Camacol nacional diciembre 2013.

DANE. www.dane.gov.co

Gestor Comercial y de Crédito. *Buenavista Constructora y Promotora S. A.*

Gestor Comercial y de Crédito. *Constructora Meléndez.*

Gestor Comercial y de Crédito. *Constructora Bolívar.*

Gestor Comercial y de Crédito. *Constructora Normandía.*

Gestor Comercial y de Crédito. *Constructora Alpes*

13 Anexos

- Supuestos utilizados en la valoración

Indicador	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Inflación Anual	7,67%	2,00%	3,17%	3,73%	2,44%	1,94%
Crec. PIB	3,55%	1,45%	4,29%	5,83%	4,00%	4,20%
DTF (E.A.)	9,74%	6,15%	3,66%	4,21%	5,34%	4,27%
ICCV	6,59%	0,25%	0,90%	4,18%	3,55%	2,20%

Flujo de caja libre descontado	Valor
Valor de los activos operacionales	\$ 6.682.457.428,39
(+) Efectivo inicial (activo no operacional)	\$ 4.435.805.000,00
Valor total de los activos	\$ 11.118.262.428,39
(-Deuda de L.P.)	5.902.410.000
Valor del patrimonio de los accionistas	\$ 5.215.852.428,39
Numero de acciones en circulacion	600.000,00
Precio por accion	\$ 8.693,09

Supuestos	2012	2013	2014
Inflacion	0,00%	2,40%	2,40%
Crecimiento de produccion (m2)		2,00%	2,00%
% descuento (/ vtas totales)	0,00%	0,00%	0,00%
Crecimiento costo construccion	2,13%	2,25%	2,25%
% cif (% ventas netas)		35%	35%
% costo ventas (% vtas servicios)		45%	45%
Tasa de impuesto de renta	25%	33%	33%
Tasa de dividendos (sobre uneta)	0%	0%	0%
Dias en Cuentas por cobrar	53	53	53
Dias en el año	365	365	365
Dias en inventario	210,00	210	210
Dias en CxP	122,00	122	122
Adiciones o ventas de terrenos (\$)	0	0	0
Adiciones o ventas de Edificios (\$)	0	0	0
Adiciones o ventas de maqu y equipo (\$)	0	0	0
Tasa de depreciacion		0,12%	0,12%
% obligaciones financieras CP (% de invent y CXC)		50%	40%
Tasa de interes sobre obligaciones financ. CP		5,5%	5,5%
Valorizaciones (de activos y patrimonio)	0	\$ -	\$ -
Tasa de interes sobre efectivo (excedentes)	2,50%	2,50%	2,50%
Numero de acciones comunes en circulacion	600.000	600.000	600.000
Emissiones o recompras de acciones	0	0	0
Incremento o disminucion de prima en colocac	0	0	0
Beta no apalancado	0,75	0,75	0,75