

Burkenroad Report de Cooperativa de Caficultores del Huila Ltda

Ferney Forero Sánchez

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, mes Junio de 2017

Resumen Ejecutivo

Cadefihuila Ltda es una empresa cooperativa del sector cafetero del departamento del Huila fundada en 1963, conformada por 3.460 asociados cuyo objeto social es la comercialización de café, insumos agrícolas, servicios de asistencia técnica agroempresarial y servicios sociales de crédito, educación, salud y solidaridad. Al cierre del año 2016 contó con activos por \$98.308 millones, patrimonio de \$35.195 millones e ingresos por \$430.050 millones. La empresa comercializó 48,9 millones de kilos de café, de los cuales un 17% como exportaciones principalmente a Estados Unidos, Canadá, Suecia y Alemania.

Para efectos de establecer el valor de mercado de la cooperativa, se aplicó la metodología de Flujo de Caja Descontado con proyección a 10 años. Los principales supuestos utilizados para la proyección de estados financieros fueron: hectáreas sembradas, precios, comportamiento de la TRM, cambio climático y relevo generacional.

Los factores más importantes aplicados: Inflación 4,28%, crecimiento en precios 4,92%, porcentaje de exportaciones 21,6%, endeudamiento financiero 9%, tarifa en renta del 0%, Beta no apalancado 0,59, WACC a diciembre 2016 de 14,59%.

Al cierre de 2016, se estimó que la empresa Cadefihuila Ltda tiene un valor de mercado de \$110.767 millones, equivalente a 3,1 veces el valor de su patrimonio.

Palabras claves: Café, Valoración, Exportación, Comercio, WACC.

Executive Summary

Cadefihuila Limited is a cooperative company Huila's coffee industry founded in 1963, made up of 3,460 associates person who sell coffee, agricultural inputs, agribusiness technical assistance services, and credit social services, education, health, and solidarity. Closing the year 2016 the company, had over \$ 98,308 million asset, equity of \$ 35,195 million, and income of \$ 430,050 million. 48.9 million kilos were sold, 17% as exports mainly to the United States, Canada, Sweden and Germany.

In order to establish the market value of the cooperative company, the Discounted Cash Flow methodology was applied with a projection of 10 years. The main assumptions used were: planted hectares, prices, MRR behavior, climate change and generational replacement.

The most important factors applied were: inflation 4.28%, price growth 4.92%, export share 21.6%, financial indebtedness 9%, rate on income 0%, unleveraged beta 0.59, WACC on December 2016 of 14.59%.

Closing 2016, it is estimated that Cadefihuila Limited company has a market value of \$ 110,767 million, equivalent to 3.1 times the value of its equity.

Key words: Coffee, Valuation, Export, Trade, WACC.

Tabla de contenido

Burkenroad Report de Cooperativa de Caficultores del Huila Ltda	1
1. Resumen de la recomendación de inversión	6
2. Tesis de inversión	6
2.1. Frontera agrícola	7
2.2. Precios.....	7
2.3. Comportamiento de la TRM	7
2.4. Cambio Climático	8
2.5. Relevo Generacional	9
3. Valoración.....	9
3.1. Método Flujo de Caja Descontado.....	10
3.2. Método Múltiplos de precio/utilidad por acción.....	12
3.3. Método Precio/Valor en libros por acción	12
4. Análisis de la industria.....	12
4.1. Huila Eje del Nuevo Mapa Cafetero Colombiano.	16
4.2. Los Precios.....	17
4.3. La producción.	18
4.4. Los Cafés Especiales.....	19
4.5. Las Exportaciones.	19
5. Descripción de la compañía	20
5.1. Breve reseña histórica y ubicación geográfica de la compañía.....	20
5.2. Productos y principales clientes.....	20
5.3. Estrategia.....	21
5.4. Competidores	22
5.5. Hechos o tendencias recientes.....	22
6. Análisis de competidores	22
6.1. Coocentral	23
6.2. Coagrohuila Ltda	23
6.3. Carcafe Ltda.....	24

6.4.	Rafael Espinosa Hnos. y Cía. SCA.....	24
6.5.	Louis Dreyfus Commodities Colombia S.A.S	24
7.	Directivos de la firma.....	25
7.1.	Saul San Miguel Ortiz.....	25
7.2.	Henry González Sánchez	25
7.3.	Julia Andrea Tocara Barrera	25
7.4.	Planes de compensación a ejecutivos.....	25
7.5.	Composición de la junta directiva.....	26
8.	Composición accionaria.....	27
8.1.	Estructura de propiedad accionaria.....	27
8.2.	Transacciones entre accionistas	28
9.	Análisis de riesgos	29
9.1.	Riesgos operacionales	29
9.2.	Riesgos regulatorios.....	29
9.3.	Riesgos financieros	30
10.	Desempeño financiero y proyecciones.....	30
10.1.	Liquidez y Actividad.....	31
10.2.	Endeudamiento y Rentabilidad	32
10.3.	Proyección y valoración.....	33
11.	¿Que haría Ben Graham?	34
	Bibliografía	36
	Anexos	37

1. Resumen de la recomendación de inversión

Fundada en 1963, Cadefihuila Ltda es una empresa cooperativa del departamento del Huila, conformada por 3.460 asociados que comercializa café, insumos agrícolas, presta asistencia técnica agroempresarial y servicios sociales. En 2016 generó ingresos por \$430.050 millones, al cierre del mismo año contó con activos por \$98.308 millones y patrimonio de \$35.195 millones.

El pronóstico de la valoración se estimó en \$110.767 millones el cual representa un 3,1 veces el valor su patrimonio. Por lo tanto, el aporte por asociado (Precio por acción) alcanza los \$32 millones.

2. Tesis de inversión

Al cierre de 2016, se estimó que la empresa Cadefihuila Ltda tiene un valor de \$110.767 millones de pesos calculado a partir del método Flujo de Caja Descontado. Esa cifra es el resultado de la capacidad de generar flujos futuros, de tener una curva de experiencia de más de 50 años y ser aliado estratégico de la Federación Nacional de Cafeteros, principal referente del sector en Colombia. Según (Garcia Serna, 2003 p.93) “Dado que el valor de una empresa se define como el valor presente de sus futuros flujos de caja libre, cualquier decisión que las afecte, tendrá necesariamente un impacto sobre dicho valor”. En este sentido a continuación se presentan cinco supuestos que afectaron directamente la valoración.

2.1. Frontera agrícola

Cadefihuila proyecta que para el 2017 se producirán 137.7 millones de kilos en su área de influencia conformada por 26 municipio del Huila, equivalente a 119.763 hectáreas sembradas (Huila, 2017 p.1). Se estima que cada año la productividad por hectárea aumentará un 2.5%, y al pasar de 20 cargas por hectárea en 2016 a 25,6 cargas en 2026, como consecuencia de las políticas de sostenibilidad que hará más productivas las áreas sembradas.

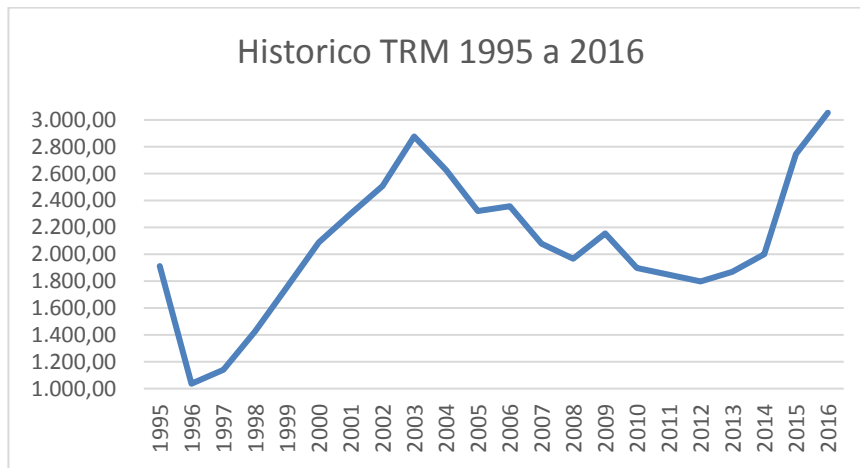
2.2. Precios

Para la determinación del precio de venta, se parte de un valor \$7.026 el kilo promedio histórico al cierre de 2016, que se estimó incrementar un 4.92% promedio histórico del índice de precios al productor (IPP) de los últimos 10 años emitido por el Banco de la Republica. Se ha calculado como una tasa anual de crecimiento constante CAGR (Compound Average Growth Rate), el cual incluye el efecto de la inflación y armoniza con los precios internacionales.

2.3. Comportamiento de la TRM

De diciembre de 2014 a diciembre de 2016, el peso colombiano se ha apreciado un 55%, al pasar de una tasa representativa de mercado de 2.000,68 COP/USD a 3.053,42 COP/USD.

Grafica 1. Histórico tasa representativa de mercado TRM



Fuente: Banco de la República

Se puede observar que durante los últimos 22 años (1995 a 2016) el comportamiento de la TRM refleja la existencia de tres ciclos bien diferenciados. El más reciente de 4 años entre 2014 y 2016 con una mínima 2.000 COP/USD y un máximo de 3.053 COP/USD, siendo este último el más alto en 22 años. Por lo tanto, se espera de acuerdo a los ciclos que la TRM se estabilizará entre un mínimo de 2.200 COP/USD y un máximo de 2.800 COP/USD, en los siguientes 10 años, afectando ingresos por exportaciones de café y costos por importación de fertilizantes.

2.4. Cambio Climático

Existe una relación directa entre la productividad del cultivo del café y el clima. Al respecto (FNC & Colombia, 2014 P.8) indica: “Una evaluación realizada por Cenicafé y el Servicio de Extensión a finales de 2015, encontró que cerca de 400 mil hectáreas

presentaban un mayor porcentaje de granos con baja densidad y de este total, cerca de 157 mil hectáreas habían tenido gran afectación por cuenta de las altas temperaturas y las menores lluvias”. Por lo anterior este aspecto a considerar influye negativamente en las estimaciones de producción para efectos de proyección de ingresos de Cadefihuila.

2.5. Relevo Generacional

Para el sector cafetero, la disminución de la población rural tiene efectos directos en la en la productividad. De acuerdo a (Cenicafé, 2013 P.21) “Alrededor de la cultura del café se ha construido un tejido social de incalculable valor en las zonas cafeteras, puesto que es la principal fuente de ingresos para más de 560 mil productores, cuyas familias compuestas por 2.7 millones de personas que representan el 25% de la población rural en Colombia”. Por lo tanto la disminución de la población rural se convierte en un grave problema para el sector, generando escasez de mano de obra a punto de cosecha y durante el proceso de fertilización.

3. Valoración

Para efectos de determinar el valor de mercado de la empresa Cadefihuila Ltda, se ha utilizado como único método el de flujo de caja descontado, en la medida que es una empresa del régimen especial no capitalista, cuyos valores (aportes sociales) no pueden negociarse y los rendimientos no dependen del valor aportado. A continuación, se explica la metodología que se aplicó para efectos de la valoración.

3.1. Método Flujo de Caja Descontado

Para establecer la valoración de Cadefihuila, se proyectaron los estados financieros con un horizonte de tiempo de 10 años a partir de 2017, a partir del comportamiento histórico de las principales variables como frontera agrícola, factores macroeconómicos y e histórico de Cadefihuila. (Ver anexo 1). Posteriormente se calculó el flujo de caja libre en dicho horizonte de tiempo (Anexos 2, 3 y 4), el cual se descontó a una tasa equivalente al WACC.

El costo promedio ponderado de capital ó WACC (Weighted Average Cost of Capital) utilizado como tasa de descuento aplicados sobre los flujos proyectados de Cadefihuila, se logró a partir de siguiente fórmula:

$$WACC = Ke \frac{E}{E + D} + Kd (1 - T) \frac{D}{E + D}$$

Ke corresponde al costo de capital invertido por el accionista y Kd es el costo de la deuda Financiera; $\frac{E}{E+D}$ es la proporción de patrimonio sobre patrimonio más deuda financiera y el $\frac{D}{E+D}$ corresponde a la misma proporción, pero desde de la deuda financiera. T corresponde a la tasa tributaria que para nuestro caso tiene efecto nulo por tener tarifa 0%.

La variable Ke , se determinó así: $Ke = Rf + (Rm - Rf) \beta$

Rf , o tasa libre de riesgo (7,24%) corresponde a la tasa libre de riesgo de los bonos TES de 10 años en Colombia, al cierre de 2016. (Grupo Aval, 2017)

R_m , o riesgo de mercado (18,63%) corresponde a variación promedio del índice COLCAP, de la BVC al cierre de 2016. (Bolsa de Valores de Colombia, 2017)

β , (0,59) El beta es un indicador de riesgo de mercado inherente al sector de la empresa. En se toma el β no apalancado del sector agricultura. (Damodarán, 2017)

El WACC para primer año de la valoración de la empresa Cadefihuila se sitúa en 14,6% y corresponde a la rentabilidad mínima requerida que aspira recuperar en sus inversiones.

Finalmente, a partir de la aplicación del método de valoración de flujo de caja descontado, se obtiene que el valor de Cadefihuila al cierre de 2016 asciende a \$110.767 millones, el cual frente a un patrimonio de 35.195 millones equivale a 3,1 veces su valor patrimonial en libros, el cual se detalla en la tabla 1.

Tabla 1. Valoración Cadefihuila 2016 (En millones de \$ Col)

Valor de los activos operacionales	93.967
(+) Efectivo inicial (activo no operacional)	16.800
Valor total de los activos	110.767
(-Deuda de L.P.)	-
Valor del patrimonio de los accionistas	110.767
Número de asociados	3.460
Precio por acción (Aporte x asociado)	32

Fuente: Elaboración Propia

3.2. Método Múltiplos de precio/utilidad por acción

Para el caso de Cadefihuila, aplicar este método carece de validez en la medida que el beneficio (utilidad) que recibe cada uno de los asociados, es independiente del valor de los aportes.

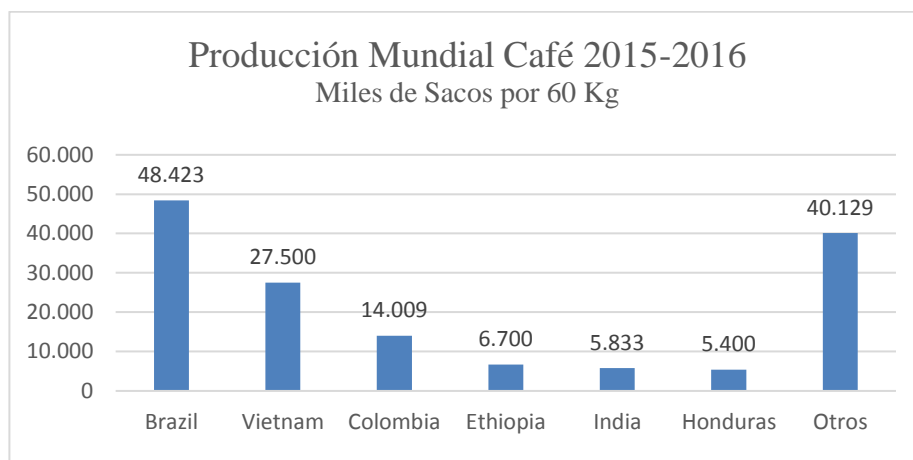
3.3. Método Precio/Valor en libros por acción

Para aplicar este método en Cadefihuila se presenta la dificultad de determinar un precio, en la medida que no es posible que se efectúen movimientos de la propiedad de los aportes, es decir la valorización no es cuantificable, al corresponder a una empresa sin ánimo de lucro.

4. Análisis de la industria

De acuerdo con la organización internacional del café OIC, en el mundo por el periodo 2015-2016, la producción de café fue de 148 millones de sacos de café por 60 kg, siendo Colombia el tercer productor de café, con el 9,47%. La información de producción de los principales países se puede apreciar en la gráfica No.2.

Grafica 2. Producción mundial de café



Fuente: OIC.

De acuerdo al comité departamental de cafeteros del Huila, la caficultura es el renglón productivo más importante del departamento del Huila por su participación en la producción total nacional (16.30%), generación de ingresos y empleo productivo. El café representa el 7.8% del PIB del Huila, y es el 52% del PIB Agropecuario, 301 mil personas dependen del cultivo de café (68% de la población rural huilense), genera 31.000.000 de jornales de todo el sector agropecuario, equivalente al 73%, generando 110.400 empleos directos y 198.000 empleos indirectos. Cadefihuila participó con 500 mil sacos con un equivalente al 3.54% de la producción de Colombia.

Tendencias del consumo y la demanda.

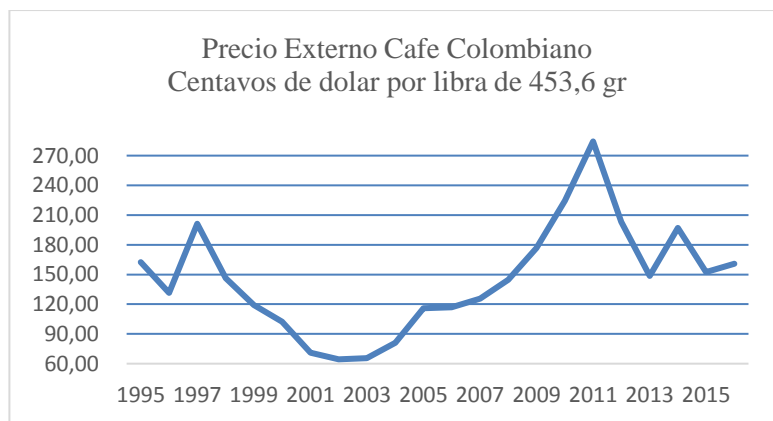
El consumo mundial para el periodo 2015-2016 fue de 151,4 millones de sacos, con un aumento del 1,9%., de este consumo los países consumidores demandarán 107,4 millones

de sacos y los productores 48,2 millones.(Organization, 2017). La tendencia de los consumidores es demandar mayor calidad en la taza de café, por lo que los productores vienen invirtiendo en laboratorios de control de calidad, tostadoras de alta tecnología y la dirección de catadores que evalúan permanentemente miles de muestras y con estrategias de investigación y desarrollo logran cafés diferenciados, que puedan participar en ferias nacionales e internacionales.

Factores macroeconómicos

Los precios internacionales del Café, constituye una variable importante a tener en cuenta por la Federación Nacional de Cafeteros (FNC) a la hora de fijar el precio de compra

Grafica 3. Histórico precio externo del café colombiano



Fuente: FNC

Se observa que, durante los años 2015 y 2016 los precios han presentado relativa estabilidad. que llevado a precios por kilos se situaron en 8.370 y 9.827 respectivamente.

Barreras de entrada.

De acuerdo a los reportes de FNC, actualmente hacen parte de su red de comercialización de café 33 cooperativas de Caficultores con 530 puntos de compra y representación de 82.000 caficultores, que bienestar a todas las zonas cafeteras al hacer efectiva la garantía de compra. Las 10 principales cooperativas se detallan a continuación:

Tabla 2. Principales Cooperativas de Caficultores.

No	NOMBRE	DPTO	ASOCIADOS
1	De los Andes Cooperativa	Antioquia	3.539
2	Cadefihuila	Huila	3.950
3	Coopesur	Antioquia	ND
4	Caficauca	Cauca	ND
5	Bienagro	Antioquia	ND
6	Cotecafé	Valle	ND
7	Coocentral	Huila	4.000
8	CCA	Antioquia	11.200
9	Coopmanizales	Caldas	ND
10	Coopcafer	Risaralda	ND

Fuente: Elaboración propia.

En este sentido existe una gran barrera de entrada, manejada por un gremio cooperativo que alcanza a pagar un mayor precio de hasta un 20% y cuentan con el respaldo de la Federación Nacional de Cafeteros de Colombia

Poder de negociación de proveedores.

La certificación de fincas en buenas prácticas (agrícolas y ambientales) y obtención de sellos de calidad internacional como Rainforex Alliance, UTZ Certified, FLO Comercio Justo, 4C y Café Practice, ha permitido pagar un mejor al productor por parte de

Cadefihuila a quienes tengan calidad de asociados, además de entregarle beneficios a quienes vía distribución de excedentes. Hoy de los 47 millones de kilos comprados en 2016, solo una tercera parte (18 millones de kilos) equivalente a un 33% se negocian con particulares.

Poder de negociación de Compradores. Durante el año 2016 se vendieron 50.828 millones de kilos, distribuidos por cliente de la siguiente manera:

Tabla 3. Principales Clientes Cadefihuila 2016

Ventas de café (kg)	2016	%
Federación de Cafeteros	27.156.314	55,5%
Expocafe	6.922.158	14,1%
Exportación Directa	8.645.719	17,7%
Particulares Mercado Nacional	6.212.121	12,7%
Total Kg	48.936.312	100,0%

Fuente: Informe de gestión Cadefihuila 2016

Contar en años recientes con sellos de calidad ya comentados, le ha permitido además de mejorar su poder de negociación sus proveedores, también con sus clientes en la medida que recibe permanentes ofertas, en especial para cafés especiales.

4.1. Huila Eje del Nuevo Mapa Cafetero Colombiano.

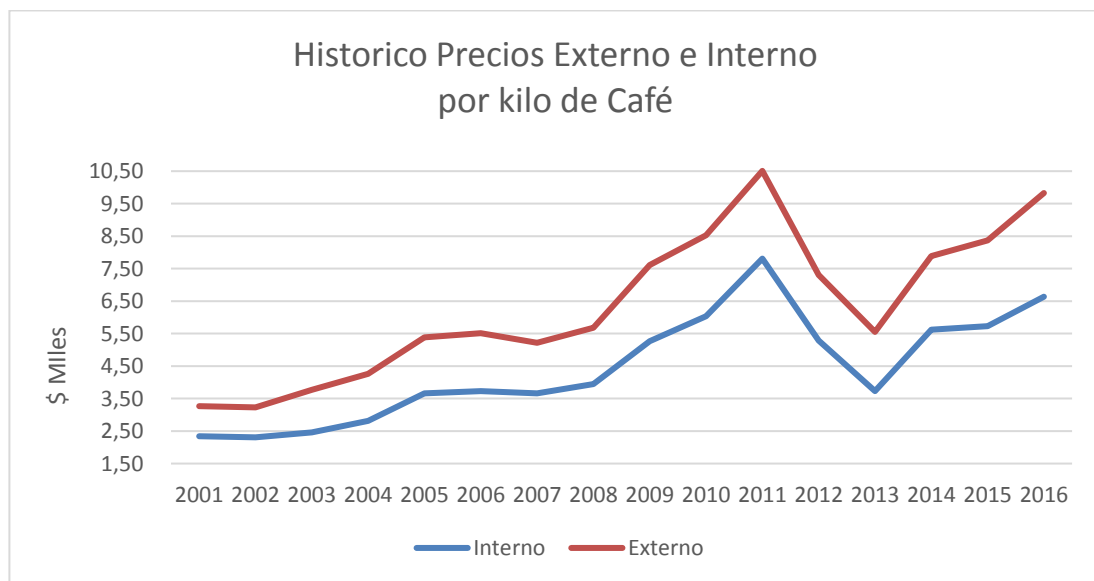
En tan solo una década el Huila logró lo imposible, desplazar a Antioquia, Caldas, Quindío y Risaralda en la producción nacional de café, para encabezar la lista de departamentos con mayor producción del grano en Colombia. Hoy los cafeteros huilenses además de ser los

principales productores son los protagonistas y gestores del nuevo Eje Cafetero Colombiano (FNC, 2016).

4.2. Los Precios

En 2015 el precio del café en la Bolsa de Nueva York registró una caída del 25%, tocando niveles máximos a principio de año cercanos a los 180 ¢US/lb, para luego caer gradualmente a niveles de 113 ¢US/lb en septiembre y terminar el año en 120 ¢US/lb (Colombia, 2016. p.6). En la gráfica No, 4, se puede apreciar que comportamiento del precio interno es paralelo al precio externo, es decir este último depende de los precios internacionales.

Grafica 4 Histórico Precio Interno Vs Externo



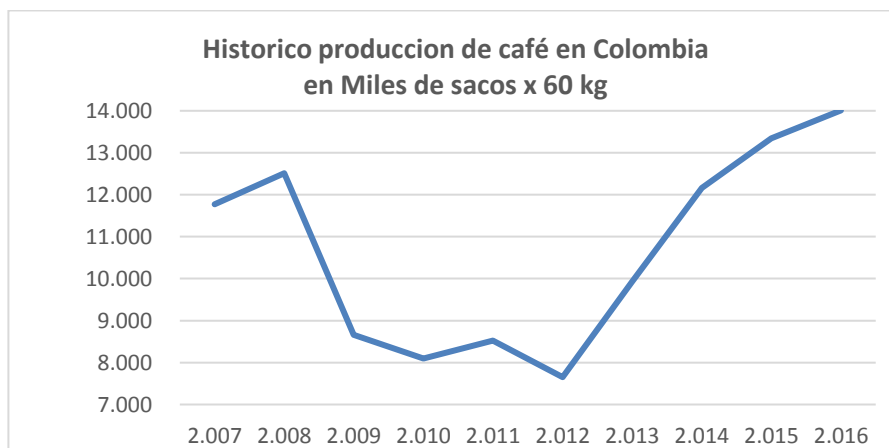
Fuente: FNC

En Colombia, Durante el año 2015, el comportamiento de los precios del da cuenta de un promedio pagado de \$786.095,41 por carga de 125 kilos, Para el 2016 la carga de 125 kilos se pagó al caficultor en \$829.827 un 15% más que en 2015,

4.3. La producción.

Durante 2015-2016 Colombia alcanzó una producción de 14,2 millones de sacos de café, la más alta en los últimos 10 años, que se detalla en la gráfica No.5.

Grafica 5. Histórico Producción de Café en Colombia



Fuente: International Coffee Organization

De 2014 a 2016, la producción colombiana ha experimentado una tendencia creciente con un crecimiento acumulado de 37,2%, como consecuencia de una mayor tecnificación de cultivos, con una productividad promedio por hectárea de 17,7 sacos.(Colombia, 2016)

4.4 Los Cafés Especiales.

Los cafés especiales ó microlotes en el proceso de comercialización corresponde a granos únicos producidos bajo altos estándares de calidad y con excelente manejo en todas las etapas de producción, los cuales que son demandados con un alto precio por parte de compradores internacionales. En la actualidad puede representar un 12% del consumo mundial. Si al cierre de 2016 el precio promedio en U\$ 1,6 por libra, un café especial puede alcanzar los U\$ 3 por libra.

4.5 Las Exportaciones.

De acuerdo con la Organización Internacional del Café OIC, las exportaciones mundiales del año cafetero 2014/2015 ascendieron a 114 millones de sacos de 60kg, cifra inferior en 3% al registrado en el año anterior. Durante el 2014 Colombia exportó un 31,28% más que el año anterior, tal como se detalla en la siguiente tabla:

Tabla 4. Histórico Exportaciones

TIPO	UNIDADES	2012	2013	2014	2015	2016
Exports: FOB: Traditional: Coffee	USD mn	1.910,00	1.883,91	2.473,25	2.526,44	2.379,24
Variación		0,00%	-1,37%	31,28%	2,15%	-5,83%

Fuente: EMIS

5. Descripción de la compañía

Cadefihuila Ltda es una entidad cooperativa del departamento del Huila, conformada por 3.340 asociados que comercializa café, insumos agrícolas, asistencia técnica agroempresarial y Servicios sociales.

5.1. Breve reseña histórica y ubicación geográfica de la compañía

Cadefihuila Ltda se creó en 1963 para mercadear el café pergamino en el departamento de Huila. Con el paso del tiempo en 1973 se fusiona con las cooperativas “Coocidente” del municipio de la Plata y con la “Cooperativa del sur del Huila” del municipio de Pitalito, para conformar lo que es hoy Cadefihuila Ltda, quedando con un área de influencia del 75% del departamento del Huila, es decir en 22 de los 34 los municipios productores.

5.2. Productos y principales clientes

Cadefihuila durante 2016 vendió 48,9 millones de kilos de Café. Equivalente a \$430.050 millones. Sus principales clientes: Federación de Cafeteros (27,1 millones de kilos, 55.5%); Expocafé (6,9 millones de kilos, 14,1%), otros (6,2 millones; 12,7%) y exportación directa (8,6 millones de kilos 17,7%).

Durante 2016 exportó 88.973 sacos de café excelso de 70 kg., por un valor de US 21.295.326,9, el cual se detalla en la tabla No. 5. Por países exportó a Estados Unidos (54,91%, Canadá 9,4%, Suecia 6,07%; y un 30% otros países de Europa, Asia y Australia, según el informe de gestión de la empresa al cierre de 2016.

Tabla 5. Listado de Clientes Extranjeros

Exportaciones por Cliente	Sacos	%
Paragón Coffe Trading Co.	28.330	31,8%
Bernhard Rothfos GmbH	16.550	18,6%
Mitsui Foods Inc	7.150	8,0%
Prices MC Foods Europe	6.798	7,6%
Icona Café	5.225	5,9%
Rothfos Corporation	4.950	5,6%
Coex Coffee International,Inc	4.675	5,3%
Socadec SA	4.500	5,1%
Otros del Exterior	10.795	12,1%
TOTAL	88.973	100,0%

Fuente: Informe financiero Cadefihuila 2016.

5.3. Estrategia

La estrategia de la empresa trazada desde 10 años atrás, se resume de la siguiente manera:

Montaje y puesta en marcha de una unidad técnica, en 2012 con una inversión de 220 millones. Sistematización de la cooperativa en 2007 una primera fase con una inversión inicial de 500 millones y luego una segunda fase con una inversión de 1.000 millones red propia y torres de comunicaciones. Creación del grupo de sostenibilidad en la certificación de fincas en buenas prácticas (agrícolas y ambientales) y obtención de sellos de calidad. Exportación de Café e importación de fertilizantes como consecuencia de la implementación de las primeras 3 estrategias.

5.4. Competidores

Actualmente en el mercado local huilense, existen dos competidores. En la compra y venta de café se encuentra la cooperativa Coocentral y en fertilizantes se resalta un segundo competidor Coagrohuila Ltda. A nivel nacional se encuentran diversos exportadores que se detalla en la Tabla 6. Análisis indicadores de la competencia.

5.5. Hechos o tendencias recientes

Al cierre de 2016, Cadefihuila tenía compromisos de compra de café (futuros) por \$ 24.159 millones y compromisos de venta (futuros) \$91.450 millones. Este esquema de futuros de la generado a la cooperativa pérdidas por \$398.144 en 2016, como consecuencia del incumplimiento en las entregas de café a futuro, especialmente por el intenso verano que se suma al tema de precio, principalmente por el costo de reposición de dichos contratos, de acuerdo a su informe de gestión 2016

6. Análisis de competidores

Para Cadefihuila, a nivel local, su principal competidor en comercio de café es la cooperativa Coocentral y en comercio de fertilizantes la cooperativa Coagrohuila.

Tabla 6. Indicadores Financieros Competencia

COMPAÑÍA	INGRESO Miles \$	MARGEN OPERA.(%)	MARGEN NETO (%)	ROA (%)
Coopcentral Ltda	39.376	-2,22%	-1,78%	2,54%
Coagrohuila Ltda	56.437	0,42%	2,93%	4,16%
Carcafe Ltda	772.202	4,86%	2,77%	7,44%
Rafael Espinosa Hnos & Cia S.C.A.	750.961	-0,21%	0,38%	0,89%
Louis Dreyfus Commodities Colombia S.A.S.	741.993	17,21%	15,17%	32,98%
Promedio Simple	472.194	4,01%	3,89%	9,60%

Cadefihuila	411.373	0,41%	0,59%	2.5%
--------------------	----------------	--------------	--------------	-------------

Fuente: EMIS

6.1. Coocentral

Con sede en Neiva, es la organización con mayor similitud a Cadefihuila. dedicada exclusivamente al comercio por mayor de café pergamino, tiene aproximadamente 2.000 asociados. Durante los últimos 4 años ha generado bajas utilidades promedio de \$ 373 millones anual y margen neto de -1,78% el último año. Registra una deuda / patrimonio 1.7 promedio del sector.

6.2. Coagrohuila Ltda

Con sede en Neiva, está dedicada exclusivamente al comercio al por mayor de materias primas productos agrícolas, excepto café y flores, posee 53 empleados y durante los últimos 4 años ha generado utilidades promedio de \$35,4 millones anual y margen neto de 3,6% en promedio. Registra una deuda / patrimonio bastante baja de 01 veces.

6.3. Carcafe Ltda

Con sede en Bogotá, Carcafe Ltda cumple con el objeto social de ser una entidad de promoción y comercialización en mercados del exterior de cafés colombianos tipo excelso, posee 150 empleados y durante los últimos 4 años ha generado utilidades promedio de \$ 30.003 millones anual y margen neto de 2,93% en promedio. Registra una deuda / patrimonio bastante alto del 5.7 veces.

6.4. Rafael Espinosa Hnos. y Cía. SCA

Con sede en Bogotá, Rafael Espinosa Hermanos & CIA S.C.A. es una compañía que tiene por objeto social la promoción y distribución de café Colombiano a los mercados extranjeros. Productos: el café Tacuma Especial y el Guanes Genuino, posee 165 empleados y durante el último año ha generado pérdidas de \$ -1.553 millones. Registra una deuda / patrimonio 2,3 veces.

6.5. Louis Dreyfus Commodities Colombia S.A.S

Con sede en Bogotá, Louis Dreyfus Commodities Colombia S.A.S. es una empresa que se dedica al procesamiento y comercialización de diversos commodities, que complementa sólidos conocimientos del mercado interno con una poderosa red de comercialización internacional., posee 69 empleados y durante el último año ha generado una utilidad de \$ 112.533 millones luego de 2 años de registrar pérdidas. Registra un patrimonio negativo de -711.169 y una deuda / patrimonio -480,8 veces.

7. Directivos de la firma

La dirección general de la cooperativa está en cabeza del gerente y el Consejo de Administración. El gerente es de libre nombramiento y remoción.

7.1. Saul San Miguel Ortiz

Es administrador de empresas con postgrados en Gerencia. Lleva 20 años en el cargo de Gerente y 10 años más de experiencia en el sector cooperativo, haciendo parte de la administración de la Cooperativa Coocentral. .

7.2. Henry González Sánchez

Está vinculado desde hace 3 años como directivo y como asociado desde 1997 de decir lleva 20 años en la Cooperativa. Su formación es nivel bachiller y toda su vida ha estado dedicado al negocio de la caficultura.

7.3. Julia Andrea Tocara Barrera

Es contadora publica con postgrado en gerencia, está vinculado desde hace 16 años en el cargo de Directora Financiera y en la Cadefihuila 18 años de vinculación.

7.4. Planes de compensación a ejecutivos

Los directivos de Cadefihuila, reciben viáticos permanentes para actividades fuera de Neiva y comisiones fuera del departamento, por un valor de \$207.000 diarios. Seguro de vida y discapacidad por valor de \$300 millones, Aportes a pensión por 1.5 salarios mínimos legales vigentes, Carnet de medicina prepagada (Previsalud) y educación continuada.

7.5. Composición de la junta directiva

El Consejo de Administración está conformado por 8 miembros elegidos por periodos de 2 años. La antigüedad requerida es por lo menos 3 años y un año en algunos de los comités que apoyan a la administración.

Tabla 7. Consejo de Administración

CUERPOS DIRECTIVOS	Año Vinculación Asociado
Consejo de Administración	
Federación Nacional de Cafeteros	1950
José Wilson Pulgarín Jiménez	2004
Ramiro Suarez Ramos	1983
Matías España Quigua	1990
Hernando Castro Oviedo	2007
Blanca Cuellar Rojas	2007
Eduardo Anacona Osso	1996
Roberto Salcedo Torrez	2003
Henry González Sánchez	1997

Fuente: Archivos Cadefihuila.

Se evidencia que los actuales miembros del Consejo de Administración cumplen con los criterios de antigüedad según el reglamento interno.

Así mismo además de la junta directiva, la administración cuenta con seis (6) comités de apoyo, los cuales se describen a continuación:

Tabla 8. Comités Directivos

CUERPOS DIRECTIVOS	
Junta de Vigilancia	Comité de Solidaridad
José Eduardo Barrera	José Alberto Calderón
Raquel Trujillo Valenzuela	María Imelda Yasno
Evelio Vargas	José Arsenio Burgos
Comité de Crédito	Comité de Compras
Elizabeth Perilla Calderón	José Fernando Achury
Misael Lozada Lemus	José Jair Velazco
Neil Viveros Tulcán	Luis E ver Muñoz
Comité de Educación	Comité de Apelaciones
Pedro Nel Bustos	María Helena Sterling
Sara Tapias Benavides	Elcy Causaya
Raúl Fredy Muñoz	Haidit Álvarez Mejía

8. Composición accionaria

El capital social de la Cadefihuila que en 2016 cerró con \$4.861 millones, como resultado del aporte inicial de cada uno de los 3.460 asociados. De acuerdo a sus estatutos el aporte inicial corresponde a 1 salario mínimo mensual legal vigente y cada año a más tardar el último día hábil del año el asociado deberá aportar el equivalente al 10% de un salario mínimo. De esta manera quedará hábil para la siguiente asamblea. Independiente del aporte mientras el asociado esté hábil, tendrá el mismo derecho. A continuación, la tabla No.9 describe la composición accionaria.

8.1. Estructura de propiedad accionaria

Un nivel de detalle se presenta a manera de ejemplo el caso de 10 asociados, con información de su aporte social. En la actualidad la Federación Nacional de Cafeteros posee

una participación del 16,82% del capital de la Cooperativa y un cupo permanente en el Consejo de Administración, como se detalla en la siguiente tabla:

Tabla 9. Estructura de la propiedad accionaria.

NOMBRE ASOCIADO	Aporte Social En Miles	%
Federación Nacional de Cafeteros	817.861	16,823%
José Wilson Pulgarín Jiménez	7.800	0,160%
Ramiro Suarez Ramos	21.450	0,441%
Matías España Quigua	16.900	0,348%
Hernando Castro Oviedo	5.850	0,120%
Blanca Cuellar Rojas	5.850	0,120%
Eduardo Anacona Osso	13.000	0,267%
Roberto Salcedo Torrez	8.450	0,174%
Henry González Sánchez	12.350	0,254%
Demás Asociados (3.450)	3.952.164	81,292%
Total Aportes Sociales	4.861.675	100,000%

Fuente: Archivos Cadefihuila.

8.2. Transacciones entre accionistas

Por estatutos de la Ley Cooperativa, no es posible que existan movimientos de capital (aportes) por parte de asociados incluidos los minoritarios. Cuando un asociado desea retirarse lo solicita mediante oficio y al momento del retiro le serán entregados el saldo de aportes que hasta el momento tenga y descontando las obligaciones que pudiera tener.

9. Análisis de riesgos

La Cooperativa permanentemente debe evaluar sus riesgos operacionales en cumplimiento en ventas a futuro, calidad del producto, de exposición a la transacción, del manejo de su flujo de caja, endeudamiento y rentabilidad.

9.1. Riesgos operacionales

La cooperativa Cadefihuila debe mantener un control de su posición neta en cuanto a compromisos de entrega de café a futuro, toda vez que dichos compromisos dependen de las compras a futuro que adquiere con sus productores, incluido la calidad del café negociado. Como se comentó en el ítem 5.5 Hechos o tendencia recientes, este esquema de futuros de la generado pérdidas por \$398.144 en 2016, por el tema de incumplimiento en las entregas de café a futuro, especialmente por el intenso verano y por tener que reponer dichos contratos a un precio mayor. Por consiguiente, el clima es un factor a considerar el cual le expone a incumplimientos en cantidad, calidad y precio del café.

9.2. Riesgos regulatorios

Por pertenecer al régimen tributario especial, Cadefihuila liquida impuesto de renta a una tarifa del 0%; sin embargo, debe considerar algún tipo de exposición por las permanentes reformas que involucran disminución de exenciones a regímenes especiales en Colombia.

9.3. Riesgos financieros

Se presenta una exposición permanente de la cooperativa al exportar su producto que liquida de acuerdo al movimiento diario de la TRM, al convertir el valor de sus ingresos por exportación a su moneda funcional que es el peso colombiano. Según (Madura, 2008)“Los movimientos en el tipo de cambio afectan el valor de las futuras transacciones contractuales de una empresa en moneda extranjera. La sensibilidad de éstas a las variaciones en el tipo de cambio recibe el nombre de exposición a la transacción”. Por lo tanto, la cooperativa debe hacer cobertura de tasa de cambio en transacciones comerciales ó de endeudamiento externo. Otro aspecto importante corresponde a la variación de los precios internacionales, que presentó una caída brusca del 54.5% entre los años 2012 y 2013 (\$7.308 y \$5.548 por kilo), para luego registrar una recuperación del 65.7% entre los años 2014 a 2016 (\$7.885, \$8.370 y \$9.827 por kilo) al cierre de dichos años. En este caso asume una exposición económica, en la medida que el factor precio no es posible controlar. Por lo tanto, debe cubrir sus compromisos comerciales dentro o fuera del país, mediante operaciones de cobertura.

10. Desempeño financiero y proyecciones

Durante el periodo 2015 Cadefihuila Ltda, presenta una razón corriente de \$1.14 similar a la de sus principales competidores, es decir al cierre por cada peso de deuda a corto plazo, cuenta con \$1,4 para responder. En el mismo sentido la prueba acida también cercana a sus principales competidores, de 60 centavos para responder por sus compromisos de corto plazo sin depender de sus inventarios, tal como se aprecia en la tabla No. 10

Tabla 10. Indicadores de la Competencia 2015

COMPAÑÍA	PRUEBA ACIDA	RAZON CORRIENTE	DEUDA/PATRIM	DIAS DE CARTERA
Coopcentral Ltda	0,74	1,17	1,650	21
Coagrohuila Ltda	10,83	16,06	0,060	34
Carcafe Ltda	0,35	1,01	5,700	31
Rafael Espinosa Hnos & Cia S.C.A.	0,75	1,13	2,310	34
Louis Dreyfus Commodities Colombia S.A.S.	0,13	0,89	(480,840)	19
Promedio Simple	2,56	4,05	-94,22	27,91

Fuente: EMIS

En 2016 Cadefihuila presentó un comportamiento similar al del año anterior así:

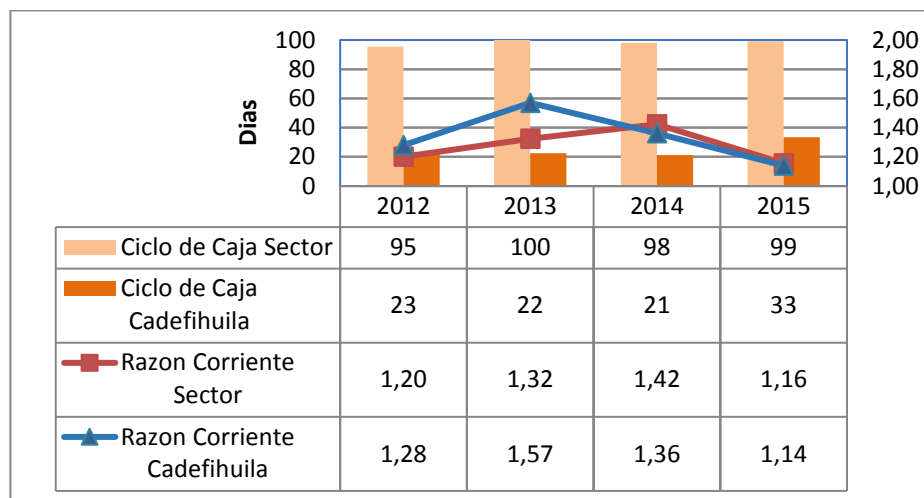
Cadefihuila 2016	0,56	1,1	1,79	15,8
-------------------------	-------------	------------	-------------	-------------

En endeudamiento frente al patrimonio en dicho año refleja de 1,68 veces su patrimonio y 34 días de cartera promedio, con una ventaja en el sector, en la medida que una menor cartera promedio, le brinda un mejor flujo de caja libre.

10.1. Liquidez y Actividad

En el periodo de análisis (2012-2015) de acuerdo a la gráfica No. 6 se observa una tendencia de estabilidad en sector agrícola de \$1,2 para la razón corriente, mientras que para el caso de Cadefihuila dicho promedio es de \$1,16 en 2015 y en 2016 cae a \$1,12 como respaldo de sus compromisos de corto plazo. A nivel de ciclo de caja el sector alcanza un promedio histórico de 98 días, mientras que Cadefihuila arroja un promedio entre 23 y 33 días. En 2016 este indicador alcanza los 40 días, con un consecuente impacto en el flujo de caja libre, muy distante de los resultados del sector.

Grafico 6. Histórico Indicadores Liquidez y Actividad sector agricola.



Fuente: Emis

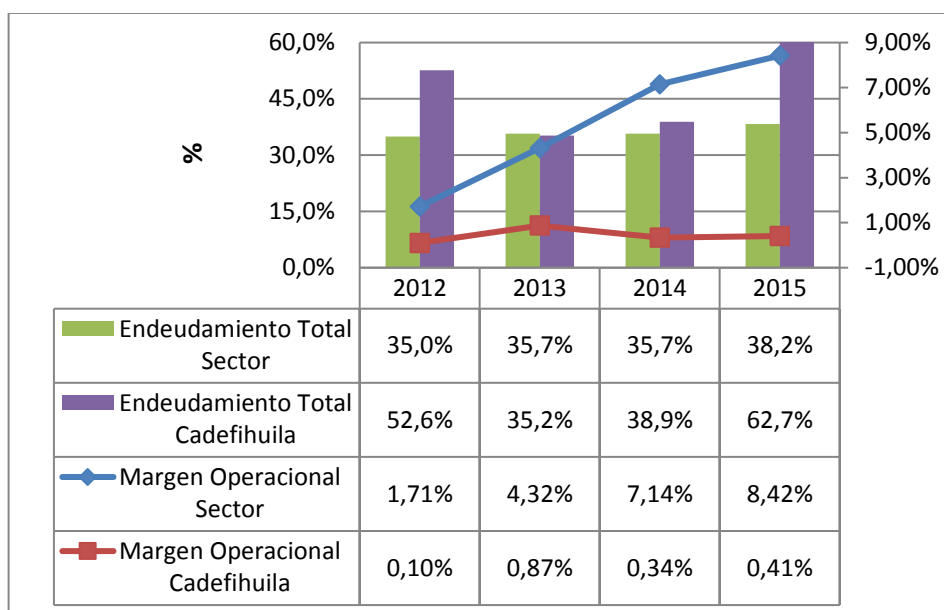
10.2. Endeudamiento y Rentabilidad

En el periodo de análisis (2012-2015) de la gráfica No.7 se observa una tendencia de estabilidad en el endeudamiento del sector que oscila entre un 35% y un 38%. Sin embargo, Cadefihuila requirió mayor capital de trabajo en 2014 al pasar de un 38.9% a un 62.7% en 2015. Para 2016 la cooperativa mantiene este indicador se mantiene en un 64.2%.

En cuanto a margen operacional se observa en el sector un margen operacional ascendente al pasar de 1,71% en 2.012 a 8,42% en 2015. Sin embargo Cadefihuila presenta un estrecho margen del 0,41% en 2015 y un negativo de -0.30% en 2016, que se compensó con un excedente no operacional. Esta situación de estrecho margen operacional, se evidencia en el margen bruto de apenas un 3,6% durante los años 2015 y 2016, y es la consecuencia en

aplicación de las políticas de transferir el mayor precio posible al caficultor asociado. Por lo tanto, debe revisarse su estructura de costos y gastos.

Grafico 7. Histórico Indicadores Endeudamiento y Rentabilidad Sector.

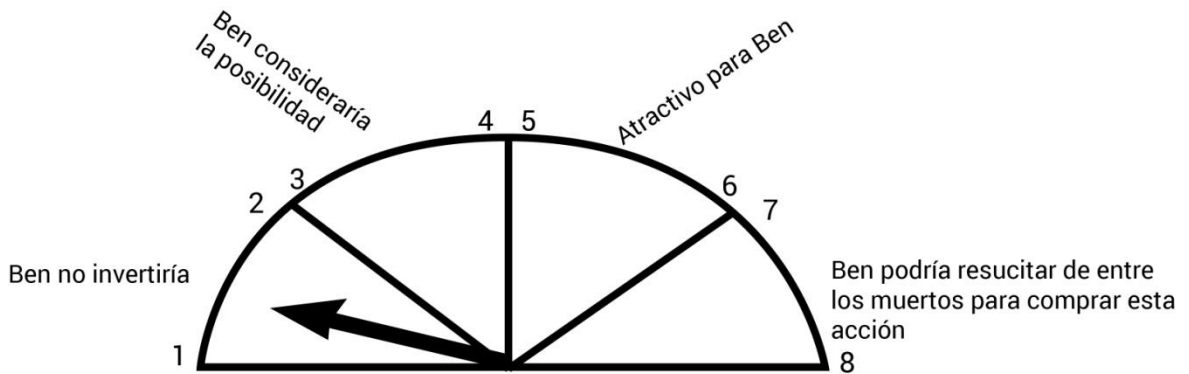


Fuente: Emis

10.3. Proyección y valoración

Para establecer la valoración de Cadefihuila, se proyectaron los estados financieros con un horizonte de tiempo de 10 años a partir de 2017, a partir del comportamiento histórico de las principales variables. (Ver anexo 1). Así mismo se hizo un análisis de sus principales indicadores financieros. Finalmente a partir de la aplicación del método de valoración de flujo de caja descontado, se obtiene que el valor de Cadefihuila al cierre de 2016 asciende a \$110.767 millones, el cual frente a un patrimonio de 35.195 millones equivale a 3,1 veces su valor en libros.

11. ¿Que haría Ben Graham?



Una vez aplicada la metodología “value investing”, se concluye que Ben Graham, no invertiría en Cadefihuila Ltda, en razón a que solo cumple con 3 criterios de valoración: el # 5 Deuda total menor al valor en libros del patrimonio (Patrimonio Total), el Criterio # 7: Crecimiento en utilidades del 7% o más en los últimos 5 años y el Criterio #8 Estabilidad en el crecimiento de utilidades. Se concluye el valor unitario del aporte y su rendimiento está sobrevalorado, mientras que las pautas que evalúan la capacidad de endeudamiento, crecimiento y estabilidad de las utilidades si están más próximas al criterio.

Tabla No. 11 Análisis de Ben Graham

CADEFIHUILA LTDA			
Criterio #1 Una razón UPA/Precio igual a 2 veces el yield de un TES a 10 años			
UPA=	\$218.797,40	Precio:	\$32.126.922,06
UPA/Precio			0,68%
Tasa (e.a.) de TES a 10 años (2X)			14,48%
No			
Criterio # 2: Una razón P/UPA menor a 1/2 de la razón más alta en los últimos 5 años			
P/UPA en	12/31/11		14,0
P/UPA en	12/31/12		65,0
P/UPA en	12/31/13		11,7

P/UPA en	12/31/14	26,8	
P/UPA en	12/31/15	15,1	
	Razón P/UPA actual	146,8	
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	\$169.230,06	Price:	\$32.126.922,06
Rendimiento por dividendo (D/P)			0,005267547
1/2 el yield de un TES a 10 años			3,62%
No			
Criterio # 4: Un precio por acción menor a 1.5 veces el valor en libros por acción			
Precio por acción			\$32.126.922,06
Valor en libros por acción	12/31/16		\$10.172.028,03
150% del valor en libros por acción	12/31/16		\$15.258.042,05
No			
Criterio # 5: Deuda total menor al valor en libros del patrimonio (Patrimonio Total)			
Deuda (con pago de intereses)	12/31/16		\$21.688.798
Valor en libros del patrimonio	12/31/16		\$35.195.217
Si			
Criterio # 6: Una razón corriente de dos o más			
Activos corrientes al	12/31/16		\$70.871.323
Pasivos corrientes al	12/31/16		\$63.112.449
Razón corriente	12/31/16		1,1
No			
Criterio # 7: Crecimiento en utilidades del 7% o más en los últimos 5 años			
UPA en	12/31/15		\$719,59
UPA en	12/31/14		\$359,26
UPA en	12/31/13		\$582,47
UPA en	12/31/12		\$87,15
UPA en	12/31/11		\$407,07
Si			
Criterio #8 Estabilidad en el crecimiento de utilidades			
UPA en	12/31/15	\$719,59	100%
UPA en	12/31/14	\$359,26	-38%
UPA en	12/31/13	\$582,47	568%
UPA en	12/31/12	\$87,15	-79%
Si			

Total, de puntos (criterios cumplidos) =

3

Fuente: Elaboración propia.

Bibliografía

Cenicafé, F.-. (2013). Tomo I. In *Manual del Cafetero Colombiano* (p. 21).

Colombia, F. N. de C. de. (2016). *Comportamiento de la Industria Cafetera 2015*.

FNC, F. N. de C. de C., & Colombia, F. N. de C. de. (2016). Comportamiento de la Industria Cafetera Colombiana 2014. *Journal of Chemical Information and Modeling*, 8.
<https://doi.org/10.4037/ajcc2016979>

Garcia Serna, O. (2003). Macro Inductores de Valor: Flujo de Caja Libre. In *Valoracion de Empresas, Gerencia del Valor y EVA*. (p. 93).

Huila, C. D. de C. del. (2017). *Estado de la Caficultura del departamento del Huila por seccionales y municipios a diciembre de 2016*.

Madura, J. (2008). Medición de la exposición a las fluctuaciones cambirarias. In *Adminsitracion Financiera Internacional* (pp. 181–183).

Organization, I. C. (2017). *World coffee consumption In thousand 60kg bags 2012- 2016*.

Anexos

Anexo 1. Supuestos utilizados en la Valoración

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
PRECIOS											
Inflación		4,28%	4,28%	4,28%	4,28%	4,28%	4,28%	4,28%	4,28%	4,28%	4,28%
Crecimiento Precios Productor		4,92%	4,92%	4,92%	4,92%	4,92%	4,92%	4,92%	4,92%	4,92%	4,92%
VENTAS, INGRESOS											
% Ventas Café Interno	82,33%	78,33%	74,33%	70,33%	66,33%	62,33%	58,33%	54,33%	50,33%	46,33%	42,33%
% Ventas Café Exportación	17,67%	21,67%	25,67%	29,67%	33,67%	37,67%	41,67%	45,67%	49,67%	53,67%	57,67%
Crecimiento Exportación	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
COSTOS Y GASTOS											
% costo ventas Café	98%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%
% costo ventas Fertilizantes	96%	96,0%	96,0%	96,0%	96,0%	96,0%	96,0%	96,0%	96,0%	96,0%	96,0%
Crecimiento Gastos Vtas	1,50%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
CICLO DE EFECTIVO (días año = 365)											
Días en inventario Café	26,2	26,2	26,2	26,2	26,2	26,2	26,2	26,2	26,2	26,2	26,2
Días Cartera Comercial	83,6	83,6	83,6	83,6	83,6	83,6	83,6	83,6	83,6	83,6	83,6
Días Cartera Exportaciones	37,4	37,4	37,4	37,4	37,4	37,4	37,4	37,4	37,4	37,4	37,4
Días en Cuentas por pagar	60,13	60,13	60,13	60,13	60,13	60,13	60,13	60,13	60,13	60,13	60,13
Tasa Interés Crédito Ccial Clientes	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Tasa de depreciación		3,33%	3,33%	3,33%	3,33%	3,33%	3,33%	3,33%	3,33%	3,33%	3,33%
% Obligaciones Fcieras CP	56,4%	52,0%	52,0%	52,0%	52,0%	52,0%	52,0%	52,0%	52,0%	52,0%	52,0%
Tasa Obligaciones Fcieras CP	9,00%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Tasa de impuesto de renta	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Fuente: Elaboración Propia

Anexo 2. Estado de Resultados proyectado

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
INGRESOS											
Ingresos Netos (M\$)	430.050	519.013	562.243	626.425	705.467	779.292	860.280	960.904	1.082.380	1.198.900	1.302.894
Costo de Ventas (M\$)	414.245	502.103	544.125	606.665	683.748	755.694	834.633	932.794	1.051.365	1.165.045	1.266.413
UTILIDAD BRUTA	15.805	16.910	18.118	19.760	21.719	23.599	25.646	28.110	31.015	33.854	36.481
Gastos de Administración	3.441	3.588	3.742	3.902	4.069	4.243	4.425	4.614	4.812	5.018	5.233
Gastos de Ventas	13.148	13.345	13.916	14.512	15.133	15.781	16.456	17.160	17.895	18.661	19.460
Gasto por Depreciación	502	590	590	590	590	590	590	590	590	590	590
UTILIDAD OPERACIONAL	(1.287)	(614)	(131)	756	1.926	2.984	4.175	5.744	7.718	9.585	11.198
(+) Ingresos Financieros	824	907	983	1.065	1.154	1.251	1.356	1.470	1.594	1.729	1.876
(+) Dividendos y Particip.	155	161	168	175	183	191	199	207	216	226	235
(+) Otros	119	124	130	135	141	147	153	160	167	174	181
(-) Gastos Financieros	332	373	272	269	266	263	260	257	254	251	248
(-) Otros	129	134	140	146	152	159	166	173	180	188	196
RESULTADO ANTES DE IMPTOS	(649)	72	738	1.717	2.986	4.151	5.457	7.152	9.261	11.275	13.046
Excedente en Venta de Activos	1.400	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TOTAL EXCEDENTE DEL PERIODO	751	72	738	1.717	2.986	4.151	5.457	7.152	9.261	11.275	13.046

Fuente: Elaboración Propia

Anexo 3. Estado de Situación Financiera Proyectado

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
ACTIVO M\$											
Caja, Bancos y Fodos	16.800	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000
Inventarios	35.737	42.706	46.234	51.276	57.408	63.221	69.590	77.397	86.733	95.786	104.031
Cartera	18.335	21.898	24.576	28.193	32.597	36.955	41.791	47.717	54.865	61.990	68.650
Total Activo Corriente	70.871	69.604	75.810	84.469	95.006	105.176	116.381	130.115	146.598	162.776	177.681
Otras Inverisiones No Cte	2.789	2.908	3.032	3.162	3.297	3.439	3.586	3.739	3.899	4.066	4.240
Activo Fijo Neto	24.648	24.058	23.467	22.877	22.286	21.696	21.106	20.515	19.925	19.334	18.744
TOTAL ACTIVOS M\$	98.308	96.570	102.310	110.508	120.589	130.311	141.072	154.369	170.422	186.176	200.665
PASIVOS M\$											
Proveedores	11.450	12.968	13.994	15.168	16.443	17.829	19.335	20.972	22.752	24.685	26.788
Oblig. Fcieras Corto Plazo	30.515	30.176	29.837	29.502	29.170	28.843	28.518	28.198	27.881	27.568	27.258
Otras Pasivos CP	21.147	22.410	26.117	32.086	40.066	48.737	58.970	71.921	88.055	105.531	123.558
TOTAL PASIVOS M\$	63.112	65.555	69.948	76.756	85.680	95.409	106.824	121.091	138.687	157.784	177.604
PATRIMONIO											
Capital Social	4.861	5.069	5.286	5.513	5.749	5.995	6.251	6.519	6.798	7.089	7.392
Reservas y Otros	4.706	4.812	4.815	4.848	4.924	5.056	5.239	5.480	5.795	6.204	6.702
Fondos	8.156	6.332	6.851	7.614	8.603	9.511	10.529	11.850	13.493	15.063	16.443
Resultados del Ejercicio	757	72	738	1.717	2.986	4.151	5.457	7.152	9.261	11.275	13.046
Superavit	428	854	867	997	1.300	1.827	2.560	3.523	4.786	6.421	8.411
Resultados Ejercicio Ant	12.871	10.459	10.387	9.648	7.932	4.946	795	4.663	11.815	21.075	32.350
Otros Resultados Integrales	3.417	3.417	3.417	3.417	3.417	3.417	3.417	3.417	3.417	3.417	3.417
TOTAL PATRIMONIO	35.195	31.015	32.361	33.753	34.909	34.902	34.248	33.278	31.734	28.392	23.061
TOTAL PASIVOS Y PATRIM M\$	98.308	96.570	102.310	110.508	120.589	130.311	141.072	154.369	170.422	186.176	200.665

Fuente: Elaboración Propia

Anexo 4. Flujo de Caja Libre Proyectado

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Excedente del Ejercicio		72	738	1.717	2.986	4.151	5.457	7.152	9.261	11.275	13.046
(+) Depreciación		590	590	590	590	590	590	590	590	590	590
(-) Δ Activos corrientes		10.532	6.206	8.660	10.536	10.171	11.205	13.734	16.483	16.178	14.905
(+)Δ Pasivos corrientes		1.518	1.026	1.174	1.275	1.386	1.506	1.637	1.779	1.934	2.102
(-) Δ Activos fijos al costo		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(+) Int. después imptos de deuda		373	272	269	266	263	260	257	254	251	248
(-) Int. después imptos de efec. Y vlres		907	983	1.065	1.154	1.251	1.356	1.470	1.594	1.729	1.876
FLUJO DE CAJA LIBRE M\$		13.993	9.815	13.474	16.807	17.811	20.374	24.840	29.961	31.957	32.768

Fuente: Elaboración Propia