

# Valoración de Empresa Almacén Detalles Inés

Germán Darío Soto Naranjo

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

Director del trabajo de Grado:  
Guillermo Buenaventura Vera, PhD.

Universidad Icesi  
Facultad de Ciencias Administrativas y  
Económicas  
Cali, junio de 2019

## TABLA DE CONTENIDO

	Pág.
RESUMEN	8
ABSTRACT	9
INTRODUCCIÓN	10
1. PRESENTACIÓN	12
1.1. Objetivos del Trabajo	12
1.2. Descripción de la Compañía	12
1.2.1. Misión	13
1.2.2. Visión	14
1.2.3. Valores	14
1.2.4. Objetivos Estratégicos	14
2. ANÁLISIS ESTRATÉGICO DE LA COMPAÑÍA	15
2.1. Análisis Externo	15
2.1.1. Potenciales competidores / barreras de entrada	16
2.1.2. Amenaza de productos sustitutos	16
2.1.3. Poder de negociación de los clientes	17
2.1.4. Poder de negociación de los proveedores	17
2.1.5. Rivalidad existente entre competidores	18
2.1.6. Oportunidades	18
2.1.7. Amenazas	19
2.2. Análisis Interno	19
2.2.1. Cadena de Valor	20
2.2.2. Recursos, capacidades y competencias distintivas	21
2.2.3. Fortalezas	23

2.2.4. Debilidades	23
3. GOBIERNO CORPORATIVO	24
3.1. Directivos de la Compañía	24
3.2. Composición accionaria	25
4. ANÁLISIS FINANCIERO	25
4.1. Liquidez	25
4.2. Actividad	26
4.3. Rentabilidad	28
4.4. Endeudamiento	29
4.5. Comparativo competidor	30
5. VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA	32
5.1. Proyecciones	32
5.2. Costo promedio ponderado de capital CPPC (WACC)	35
5.3. Metodología de Valoración	36
5.4. Valor de la Empresa	37
5.5. Criterios de Inversión de Ben Graham	38
5.6. Score Z de Altman	39
6. RESULTADOS OBTENIDOS DESTACADOS	39
7. CONCLUSIONES	41
BIBLIOGRAFÍA	42
ANEXOS	44

## LISTA DE TABLAS

	Pág.
TABLA 1 – Matriz DOFA	24
TABLA 2 – Indicadores principal competidor	31
TABLA 3 – Cálculo del WACC	36
TABLA 4 – FCL y FCL para el Accionista	37

## LISTA DE GRÁFICOS

	Pág.
GRÁFICO 1 – Razones de Liquidez	26
GRÁFICO 2 – Período de cobro	27
GRÁFICO 3 – Razones de Rentabilidad	29
GRÁFICO 4 – Razones de Deuda	30
GRÁFICO 5 – Proyección de Ventas, Costos y Gastos	33
GRÁFICO 6 – Valor de la Empresa	38

## TABLA DE ANEXOS

	Pág.
ANEXO 1. Estados financieros consolidados	44
ANEXO 2. Razones financieras	47
ANEXO 3.a. Proyecciones de ventas	48
ANEXO 3.b. Proyecciones de costos y gastos	48
ANEXO 4. Estado de resultados proyectado	48
ANEXO 5. Balance general proyectado	49
ANEXO 6. Razones financieras proyectadas	50
ANEXO 7. WACC	51
ANEXO 8. Flujo de caja libre – Valor de la empresa	51
ANEXO 9. Criterios de inversión Ben Graham	52
ANEXO 10. Score Z de Altman	55

## RESUMEN

Este trabajo tiene como propósito fundamental aplicar los conceptos vistos durante la Maestría en Finanzas y efectuar la Valoración de Empresa para el almacén Detalles Inés, empresa familiar con sede en la ciudad de Manizales y una tradición de 29 años, dedicada a la comercialización de diversos productos de uso personal.

El trabajo se ha estructurado en diversos capítulos mediante los cuales se aplican las diferentes herramientas de análisis disponibles, destacándose el análisis estratégico de la compañía, el análisis financiero y la valoración de la empresa.

Finalmente, se presentan los resultados obtenidos y algunas conclusiones sobre aspectos importantes identificados durante la realización del trabajo y la aplicación de la fundamentación teórica recibida. Esta contrastación práctica y su aplicación en la empresa mencionada, serán de gran valor no sólo para el autor, sino que ayudará a la toma de decisiones trascendentales para la gestión actual y futura del negocio.

**Palabras clave:** Valoración, Detalles Inés, Flujo de Caja Libre, Análisis Financiero

## ABSTRACT

This work has as its fundamental purpose to apply the concepts seen during the Master in Finance and perform the Business Valuation for Detalles Inés store, a family business based in the city of Manizales and a tradition of 29 years, dedicated to the marketing of various products for personal use.

The paper has been structured in various chapters through which the different available analysis tools are applied, highlighting the company's strategic analysis, financial analysis and company valuation.

Finally, the results obtained and some conclusions on important aspects identified during the realization of the Project and the application of the received theoretical foundation are presented. This practical test and its application in the mentioned company, will be of great value not only for the author, but will help to make transcendental decisions for the current and future management of the Detalles Inés store.

**Keywords:** Valuation, Detalles Inés, Free Cash Flow, Financial Analysis

## INTRODUCCIÓN

Almacén Detalles Inés busca seguir consolidándose como un negocio próspero en la ciudad de Manizales, crecer, diversificarse y asegurar ser rentable en el largo plazo, y para ello, la realización de una valoración de empresa, como la que se plantea en el presente documento, será una herramienta muy valiosa en el camino a cumplir dichos objetivos y aportará elementos muy importantes para la gestión administrativa y financiera del Almacén.

Este trabajo tiene como propósito la elaboración de la valoración de empresa para el almacén. Inicialmente, se presenta una contextualización de la organización y el análisis estratégico del negocio; luego se detalla el análisis financiero llevado a cabo, el cual comprende, el análisis de las razones de actividad, liquidez, rentabilidad y endeudamiento para los últimos 5 años.

Posteriormente, se ilustra la valoración propiamente dicha, la cual se realizó aplicando el método de Flujo de Caja Libre, e incluye las proyecciones efectuadas para los próximos 5 años, el cálculo del costo promedio ponderado de capital, la metodología utilizada, así como unos criterios adicionales para evaluar la inversión.

Por último, se presentan algunos comentarios y conclusiones frente a los resultados obtenidos con la elaboración de este proyecto, el cual se espera, sea de gran utilidad para la gestión exitosa del almacén Detalles Inés y para la toma de decisiones por parte de la familia propietaria.

El almacén es una empresa familiar con sede en la ciudad de Manizales y una tradición de 29 años, que cuenta con un amplio portafolio de productos conformado por joyas de oro, cosméticos, vestuario, relojes y perfumes; además, ofrece un sistema de crédito y separado, logrando ser una interesante opción de compra para sus clientes.

Dadas las características actuales del almacén, el momento familiar, las condiciones de mercado, la necesidad de efectuar una sucesión, etc., se hace necesario replantear su modelo de administración, para garantizar su sostenibilidad y crecimiento en el largo plazo, y este proyecto es un aporte fundamental en ese proceso.

Mediante la elaboración de esta valoración se espera no sólo impactar en la gestión financiera del almacén, sino también, culminar exitosamente el programa de maestría con la integración de los principales conceptos vistos a lo largo del mismo, y su contrastación mediante este ejercicio real, el cual, tendrá gran valor para el negocio, sus propietarios y para la formación profesional del autor.

## **VALORACIÓN EMPRESA ALMACÉN DETALLES INÉS**

### **1. PRESENTACIÓN**

En este primer capítulo se presentan los objetivos del trabajo y se hace una descripción de la empresa objeto de estudio.

#### **1.1. Objetivos del Trabajo**

La elaboración del presente trabajo tiene como objetivo fundamental aplicar los conceptos vistos a lo largo de la Maestría en Finanzas, de tal manera que puedan ser contrastados y utilizados de manera práctica en una empresa real. Con toda la fundamentación teórica recibida, se busca realizar una Valoración de Empresa en el Almacén Detalles Inés, negocio para el que será muy conveniente contar con esta información que ayudará a la toma de decisiones trascendentales para su gestión actual y futura.

#### **1.2. Descripción de la Compañía**

“Almacén Detalles Inés” (ADI) es una empresa familiar con sede en la ciudad de Manizales y una tradición de 29 años, que empezó como una idea de negocio para complementar los ingresos de la economía familiar. Mediante la comercialización de joyas de oro y cosméticos, en la primera planta de una vivienda de dos niveles, inició el negocio que, con el paso de los años, ha evolucionado y ampliado su portafolio de productos. Posteriormente se estableció en un local comercial, debido al crecimiento en el tráfico de clientes que se dio para el negocio y que ya no se

podía manejar en el sitio inicial. A partir de ese momento, las líneas de productos como vestuario, relojes y perfumes, entre otros, incrementaron la facturación del almacén, convirtiéndolo en un negocio de mayores proporciones. Desde sus principios, el almacén manejó un sistema de crédito y separado para los clientes, que le permitió al negocio desarrollarse hasta lo que es hoy en día.

Con una facturación en el año 2018 de 443 millones de pesos, 4 empleados directos, un local de aproximadamente 50 metros cuadrados y una base de datos de casi 800 clientes activos registrados, “Almacén Detalles Inés” busca establecerse como una de las principales boutiques de la ciudad de Manizales, crecer y diversificarse.

Los principales componentes de su planteamiento estratégico fueron tomados de Soto (2014), se revisaron y actualizaron para la elaboración del presente trabajo y se validaron con la propietaria del almacén. Se detallan a continuación estos componentes:

### **1.2.1. Misión**

La declaración de la misión es la siguiente: En Detalles Inés ofrecemos a nuestros clientes trato preferente y acceso a un atractivo portafolio de productos y servicios de calidad para uso personal, soportados en el respeto, la confianza y la dedicación, con sostenibilidad en el largo plazo.

### **1.2.2. Visión**

La visión que se ha trazado el negocio como parte de su plan estratégico, considera que: en el año 2024 almacén Detalles Inés será una empresa rentable, en crecimiento y con solidez en su gestión, reconocida por su amplio portafolio de productos, servicios y el excelente trato a sus clientes.

### **1.2.3. Valores**

Se han planteado como parámetros que regirán y serán marco de referencia para la gestión y el accionar del almacén los siguientes valores:

- Respeto
- Integridad
- Actitud de servicio
- Dedicación
- Esfuerzo

### **1.2.4. Objetivos Estratégicos**

El almacén se ha trazado unos objetivos estratégicos, con los cuales espera orientar la gestión del negocio y alcanzar unos resultados económicos satisfactorios para la familia propietaria.

1. Aumentar las ventas en 5% anual.

2. Aumentar los recaudos de cartera en 5% anual e incrementar la proporción de ventas de contado al 20% del total de ventas.
3. Estandarizar los procesos de atención basados en las mejores prácticas de servicio al cliente.
4. Formular e implementar un sistema de gobierno a largo plazo.
5. Ampliar la base de clientes en 5% anual.
6. Formalizar el manejo financiero y el control interno del almacén.

## **2. ANÁLISIS ESTRATÉGICO**

Este análisis se llevó a cabo en dos fases: primero, el análisis externo, mediante el cual se obtuvieron las oportunidades y amenazas, y segundo, el análisis interno, con el cual se identificaron las fortalezas y debilidades del Almacén. Al final se consolidaron estos cuatro componentes en una matriz DOFA.

**2.1. Análisis externo:** a continuación, se presenta el análisis realizado para el almacén Detalles Inés, utilizando el modelo de las cinco (5) fuerzas, desarrollado por Porter (2008), y cuyo principio es que las características de la industria donde se ubica la empresa determinan la intensidad de la competencia y la rentabilidad de la empresa.

Adicionalmente, y tal como lo expresa Magretta (2012), el marco de las 5 fuerzas se aplica en todas las industrias, por la sencilla razón de que abarca las relaciones fundamentales de todo el comercio. Hacer este análisis puede ayudar a las

empresas no sólo a encontrar su posicionamiento, sino también a anticipar y explotar los cambios que se puedan presentar, dado que la estructura de la industria no es estática sino dinámica.

El análisis de cada fuerza implica qué tanto cada una puede afectar – controlar los costos y precios de la compañía.

**2.1.1. Potenciales competidores / barreras de entrada:** por el tipo de productos comercializados, por el tamaño de muchos de los negocios existentes y por el acceso a proveedores, se puede afirmar que las barreras de entrada no son fuertes. Adicionalmente, el auge y crecimiento de los centros comerciales contribuye con el ingreso de nuevos jugadores al mercado, haciendo cada vez más difícil la operación del negocio. Esto lo corroboran las estimaciones hechas por parte de Emerging Markets Insight (2013), que calcula inversiones del orden de los 2 billones de dólares en el período 2013 – 2015 en proyectos de centros comerciales en diferentes ciudades del país; así como Euromonitor International (2014) y Silva (2012) que analizan la expansión de negocios locales y la llegada de nuevas marcas al país.

**2.1.2. Amenaza de productos sustitutos:** si bien los productos que se comercializan en el almacén no son productos exclusivos, se procura que la mezcla de productos en cada línea esté vigente según las tendencias, por lo cual se considera que la inclinación por parte de los clientes a buscar sustitutos no es muy

marcada, debido quizás a la percepción de valor y diferenciación que se les genera, aspectos considerados como fortalezas en el sector comercio según se deriva de lo expuesto en el reporte sectorial publicado por BPR Benchmark (2013).

**2.1.3. Poder de negociación de los clientes:** es fuerte debido a que la oferta de almacenes es muy amplia, lo cual genera facilidades para escoger dónde comprar, y a que los clientes son sensibles a los precios, tal como lo confirman Trujillo & Caicedo (2006) y Contreras & Gil (2007), quienes analizaron las perspectivas del sector retail en Colombia. No obstante, el ofrecer la opción de hacer la venta a crédito, le permite al almacén contrarrestar de alguna manera este poder de negociación de los clientes.

**2.1.4. Poder de negociación de los proveedores:** dado que el grado de diferenciación de los productos no es significativo y a que hay multiplicidad de proveedores que ofrecen los productos que comercializa el almacén, lo cual facilitaría los cambios de proveedor, se podría afirmar que su poder de negociación es bajo. Este es un hecho para el sector, dada la alta competencia por la presencia de muchas empresas, según se concluye del reporte sectorial presentado por BPR Benchmark (2013).

Sin embargo, en la práctica, el hecho de que en su mayoría sean empresas más grandes que el almacén, hacen que tengan una posición más fuerte y ventajosa a la hora de fijar las condiciones bajo las cuales se rige la relación comercial. Este es

un hecho lógico ya que dichas empresas, sobre todo en el tema de vestuario y cosméticos, tienen importantes participaciones en el mercado nacional como se puede concluir al analizar los estudios Retailing in Colombia y Jeans in Colombia de Euromonitor International (2014).

**2.1.5. Rivalidad existente entre competidores:** en el mercado se pueden encontrar competidores con esquemas similares al del almacén Detalles Inés, que ofrecen algunos productos del portafolio y algunos de ellos especializados en una sola línea. Como se corrobora en los estudios Jeans in Colombia, Menswear in Colombia y Womenswear in Colombia, realizados por Euromonitor International (2014), la rivalidad es fuerte y se encuentran competidores de gran tamaño cuya solidez financiera marca una diferencia importante.

Adicionalmente, en el tema de vestuario, algunas de las marcas que se comercializan en el almacén, poseen sus propias tiendas, con las ventajas que ello conlleva en imagen de marca, disponibilidad de productos, etc.

Como resultado de este análisis, se presentan a continuación las principales oportunidades y amenazas identificadas para el Almacén Detalles Inés:

**2.1.6. Oportunidades:**

- Sistemas de información de mayor alcance.

- Nuevos formatos comerciales por el acceso a tecnologías de la información y la comunicación.
- Necesidades de financiación de los clientes.
- Comportamiento favorable de la economía.
- Potencial de crecimiento por el auge general del sector.

#### **2.1.7. Amenazas:**

- Condiciones laborales inestables.
- Proveedores con tiendas especializadas.
- Auge y crecimiento de los centros comerciales.
- Presencia de grandes empresas en el mercado.
- Modificación de los patrones de compra.
- Auge de nuevos métodos de compra (online).

Con las oportunidades y amenazas identificadas, se intuye que la efectividad de la empresa para enfrentar y aprovechar el entorno, no es favorable, y deberá tenerse en cuenta esta situación a la hora de plantear las estrategias y tácticas que deberá seguir el almacén, para asegurar reducir el impacto de las amenazas y aprovechar las oportunidades identificadas.

**2.2. Análisis interno:** el análisis interno le sirve a una empresa básicamente para identificar cuáles son sus fortalezas y debilidades, lo cual, sumado a las conclusiones del análisis externo, le permiten diseñar estrategias para alcanzar una ventaja competitiva en el largo plazo. A continuación, se presenta el análisis realizado para el almacén Detalles Inés, el cual se llevó a cabo construyendo la

cadena de valor e identificando los recursos, capacidades y competencias distintivas del negocio. A partir de estos elementos se obtuvieron las principales fortalezas y debilidades.

### **2.2.1. Cadena de Valor**

Las actividades que cualquier organización requiere desplegar para lograr que el producto / servicio llegue al mercado se clasifican en dos grupos: actividades primarias y actividades de soporte. Dentro de cada uno de estos bloques se agrupan las actividades específicas que permiten a la empresa generar valor a los clientes y garantizan su viabilidad. Esto corresponde al concepto de Cadena de Valor, desarrollado por Porter (2010).

Dada la naturaleza del sector comercio, de todas las actividades incluidas en la cadena de valor, a continuación, se detallan las que se consideran más importantes. Mediante dichas actividades es posible materializar una propuesta de valor para los clientes y generar márgenes que garanticen la sostenibilidad y el éxito de la empresa.

Actividades primarias: acceso de clientes, almacenamiento de productos, operación de los puntos de venta, trámite de pedidos, fuerza de ventas, promociones, publicidad, presentación de propuestas, soporte al cliente, resolución de quejas, financiación, planificación, relación con inversores.

Actividades de soporte: reclutamiento, capacitación, sistemas de remuneración e incentivos, investigación de mercado, compras.

De todas estas actividades genéricas citadas anteriormente, en el almacén Detalles Inés se llevan a cabo las siguientes, las cuales se consideran esenciales para lograr entregar una propuesta de valor a los clientes.

- Ofertar productos a clientes
- Entregar productos a clientes
- Dar servicio posventa a sus clientes
- Recaudar cartera
- Compras a proveedores
- Administrar la nómina
- Gestionar las cuentas por pagar

Debido quizás al tamaño del negocio y a la manera empírica como se ha administrado a lo largo de los años, hay ciertas actividades que, si bien son importantes para generar valor, no son llevadas a cabo de manera sistemática en Detalles Inés. Entre estas actividades se identifican las siguientes: planificación estratégica, gestión de inventarios, búsqueda activa de clientes, seguimiento a indicadores de gestión, investigación de mercado, evaluación de desempeño, capacitación de la fuerza de ventas, publicidad.

### **2.2.2. Recursos, capacidades y competencias distintivas**

En esta parte del análisis interno se listaron los recursos y capacidades que en general posee cualquier organización con un modelo de negocio similar al del almacén Detalles Inés. Sin embargo, es importante mencionar que, dada la amplitud del portafolio ofertado actualmente en el almacén, no se tomó como referente una sola compañía, se tuvieron en cuenta varias de las empresas competidoras, según el tipo de producto.

Listado de recursos – capacidades:

- Financieros
- Instalaciones punto de venta
- Sistema de información
- Equipo de ventas
- Prestigio de marca
- Búsqueda activa de clientes
- Esquemas de financiación
- Gestión comercial
- Exhibición de los productos
- Campañas publicitarias
- Recaudo de cartera
- Negociación con proveedores

Conjuntamente con la propietaria, se revisó cómo se considera que está el almacén frente a estos factores. Posteriormente, esta revisión, sumada a los elementos aportados por el análisis de la cadena de valor, descrito en el numeral previo, permitieron identificar las principales fortalezas y debilidades con que cuenta el negocio.

**2.2.3. Fortalezas:**

- Gestión comercial estandarizada
- Servicio posventa a sus clientes
- Recaudo de cartera sistemático
- Administración de la nómina organizada
- Gestión permanente de las cuentas por pagar
- Prestigio del negocio
- Esquemas de financiación flexibles
- Equipo de ventas estable y experimentado

**2.2.4. Debilidades:**

- Planificación estratégica estática
- Gestión de inventarios deficiente
- Búsqueda activa de clientes no sistemática
- Seguimiento no sistemático a indicadores de gestión
- Publicidad escasa
- Instalaciones inadecuadas punto de venta
- Exhibición de los productos limitada

Con las fortalezas y debilidades identificadas, la posición del almacén Detalles Inés con respecto a los factores internos es relativamente favorable. Si bien hay debilidades importantes que deben ser intervenidas cuanto antes, las fortalezas con que cuenta el negocio sirven de soporte para definir estrategias y plantear acciones de mejora que contribuyan a revertir esas debilidades y asegurar el éxito del negocio

en el largo plazo. En la matriz DOFA expuesta en la tabla 1 se resumen los principales hallazgos del análisis interno y externo.

Tabla 1 – Matriz DOFA

<b>Debilidades</b>	<b>Oportunidades</b>
Planificación estratégica estática	Sistemas de información de mayor alcance
Gestión de inventarios deficiente	Nuevos formatos comerciales por el acceso a tecnologías de la información y la comunicación
Búsqueda activa de clientes no sistemática	Necesidades de financiación de los clientes
Seguimiento no sistemático a indicadores de gestión	Comportamiento favorable de la economía
Publicidad escasa	Potencial de crecimiento por el auge general del sector
Instalaciones inadecuadas punto de venta	
Exhibición de los productos limitada	
<b>Fortalezas</b>	<b>Amenazas</b>
Gestión comercial estandarizada	Condiciones laborales inestables
Servicio posventa a sus clientes	Proveedores con tiendas especializadas
Recaudo de cartera sistemático	Auge y crecimiento de los centros comerciales
Administración de la nómina organizada	Presencia de grandes empresas en el mercado
Gestión permanente de las cuentas por pagar	Modificación de los patrones de compra
Prestigio del negocio	Auge de nuevos métodos de compra (online)
Esquemas de financiación flexibles	
Equipo de ventas estable y experimentado	

Fuente: elaboración propia

### 3. GOBIERNO CORPORATIVO

#### 3.1. Directivos de la Compañía

Como se mencionó anteriormente, Almacén Detalles Inés es una empresa familiar pequeña, cuya estructura organizacional es plana y obviamente sus niveles

jerárquicos son mínimos. La fundadora y propietaria es la Sra. Inés Naranjo de Soto, quien actualmente lidera la administración y gestión del almacén. Sin embargo, la Sra. Naranjo, dada su larga trayectoria comercial, tiempo al frente del negocio y su etapa de vida actual (70 años de edad), ha manifestado su intención de efectuar una transición en el manejo de la empresa.

### **3.2. Composición Accionaria**

La composición accionaria del Almacén Detalles Inés está determinada por tres propietarios: Sra. Inés Naranjo de Soto con el 50% y sus dos hijos, cada uno propietario del 25% del negocio.

## **4. ANÁLISIS FINANCIERO**

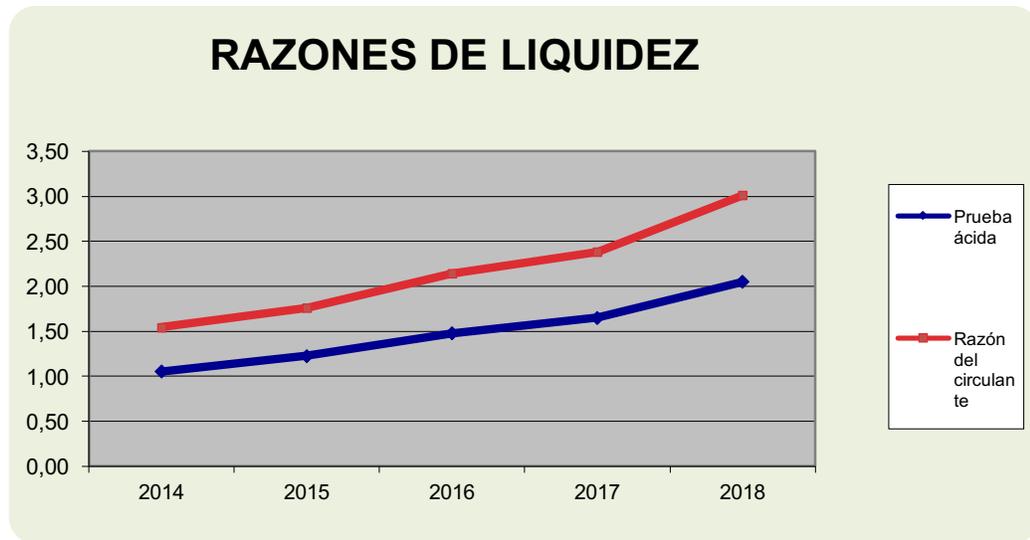
Para llevar a cabo el diagnóstico financiero se utilizó la información financiera del Almacén suministrada por la propietaria. A partir del análisis de los estados financieros, presentados en el anexo 1, se busca establecer la situación financiera del negocio. Se determinaron las razones financieras expuestas en el anexo 2, las cuales son el punto de partida para evaluar la realidad financiera del negocio y determinar cómo ha sido su evolución en los últimos años.

### **4.1. Liquidez:**

Los indicadores de liquidez del negocio muestran un resultado positivo y han tenido tendencia positiva en los últimos años, lo cual demuestra que Almacén Detalles Inés mantiene la capacidad de atender sus pasivos corrientes con sus activos corrientes. Sin embargo, el hecho de que gran parte de sus activos corrientes estén

representados en sus cuentas por cobrar, hacen que su ejercicio de recaudo periódico sea una actividad trascendental en la operación del negocio. En el gráfico 1 se presenta la evolución de las razones de liquidez para el período analizado.

Gráfico 1 – Razones de Liquidez

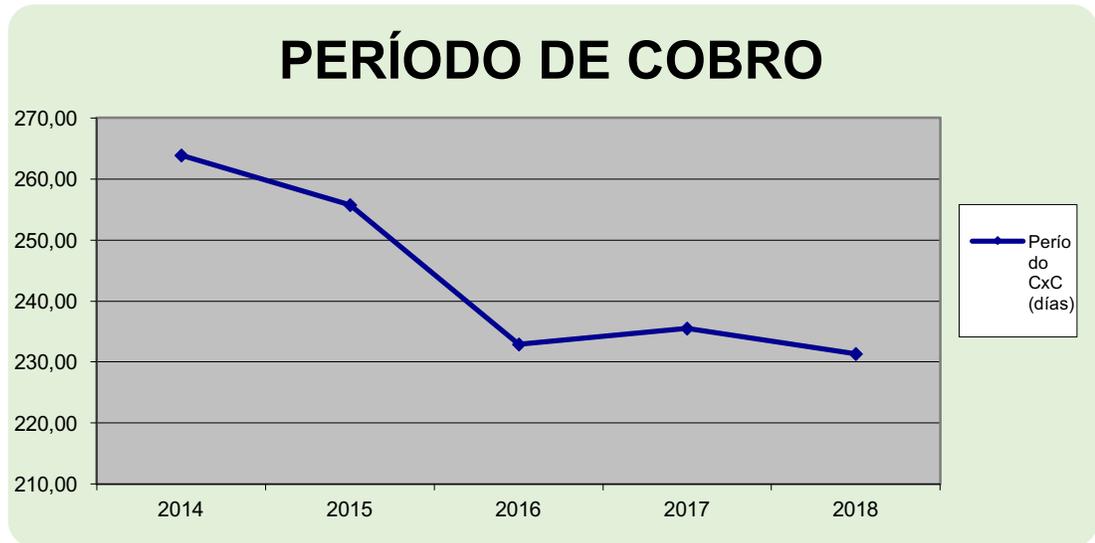


Fuente: elaboración propia

#### 4.2. Actividad:

Los indicadores de actividad del almacén muestran una situación para revisar con cuidado, toda vez que los períodos de cobro de sus cuentas son bastante prolongados. Si bien la tendencia en los últimos años para este indicador es favorable, el resultado es preocupante ya que son demasiados los días, en promedio, que tardan los clientes del almacén para cancelar sus cuentas. En el gráfico 2 se presenta este resultado.

Gráfico 2 – Período de cobro



Fuente: elaboración propia

El indicador de rotación de cuentas por cobrar es relativamente estable en el período analizado debido a la poca variación que han tenido los recaudos año a año. Esta es una situación a analizar e intervenir ya que, como se mencionó anteriormente, las cuentas por cobrar son el rubro que más pesa en los activos corrientes y es un factor que aumenta la presión sobre el flujo de caja del negocio.

A pesar de la dificultad en los períodos de cobro, la financiación con los proveedores se ha estado reduciendo en los últimos años y se tratan de aprovechar en la medida de lo posible, los descuentos por pronto pago otorgados. Para el último año, la rotación de cuentas por pagar tuvo un incremento notorio con respecto al año anterior.

En cuanto a la rotación de inventarios, el resultado no es el más favorable, incluso el último año tuvo un decrecimiento con respecto al período anterior, lo cual muestra que debe revisarse al detalle la operación del negocio ya que este indicador no está mostrando la eficiencia esperada.

#### **4.3. Rentabilidad:**

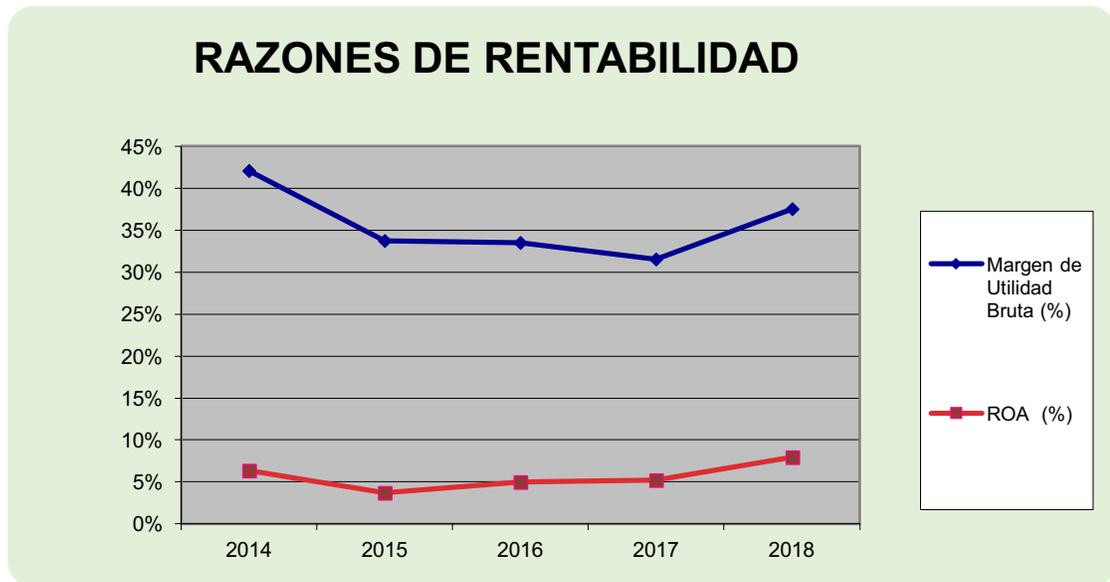
El almacén ha venido reduciendo sus ventas durante los últimos dos años. A pesar que en el último año, algunos indicadores de rentabilidad mejoraron levemente, hay preocupación de la propietaria del negocio, dada la fuerte competencia que se percibe, las dificultades para mantener una operación eficiente y la incertidumbre para efectuar inversiones que permitan potenciar sus procesos e implementar estrategias para mejorar el resultado del negocio.

A pesar de la disminución en las ventas, los márgenes han tenido un comportamiento favorable en los últimos tres años, lo cual demuestra que el almacén ha podido ajustar en la medida de lo posible, su estructura de costos a esta nueva realidad. No obstante, hay gran inquietud de parte de la propietaria por el impacto que tiene la reducción de las ventas en el resultado general del Almacén. En el gráfico 3 se presenta la tendencia del margen de utilidad bruta y del ROA para el período analizado.

Adicionalmente, de no ser por el rubro de otros ingresos con que se cuenta, la utilidad neta sería mínima, incluso en algunos períodos arrojaría pérdida, lo cual

obviamente no refleja el esfuerzo operativo del negocio, y es pertinente analizar detenidamente esta situación para determinar qué estrategias implementar.

Gráfico 3 – Razones de Rentabilidad

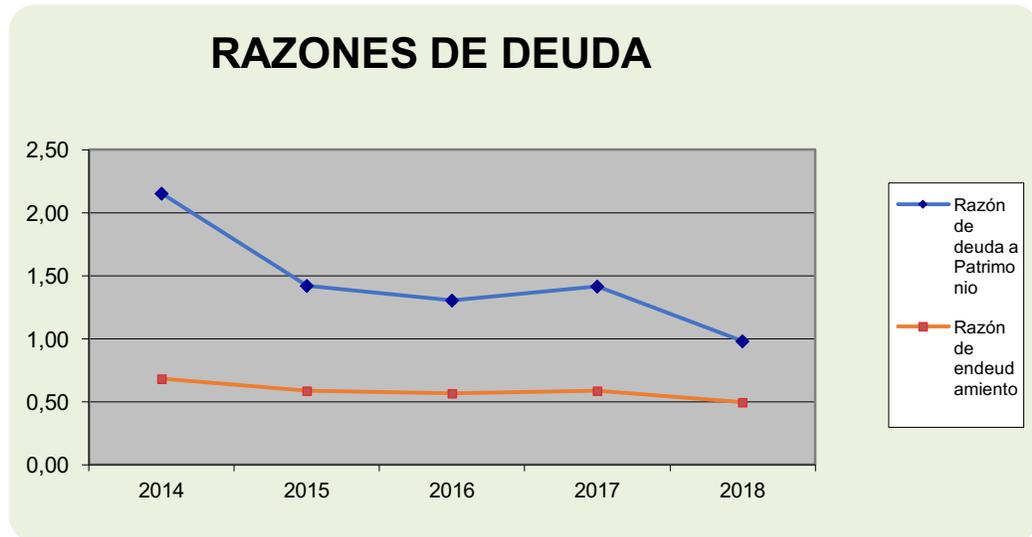


Fuente: elaboración propia

#### 4.4. Endeudamiento:

Revisando la capacidad del almacén de hacer frente a sus obligaciones de largo plazo, se encuentra que la razón de deuda a patrimonio mejoró para el último año a 0,98, así como la razón de endeudamiento que ha venido disminuyendo a lo largo del período analizado, lo cual indica que se ha venido disminuyendo el riesgo de insolvencia financiera en el largo plazo. Los activos podrían disminuir en 50% antes que los acreedores del negocio sufrieran pérdidas. En el gráfico 4 se presenta la tendencia de las razones de endeudamiento para el período analizado.

Gráfico 4 – Razones de Deuda



Fuente: elaboración propia

Los niveles de pasivo financiero han aumentado levemente en los dos últimos años, sin embargo, el Almacén es conservador en su modelo de financiación con terceros, prueba de ello es el nivel de pasivo financiero sobre EBITDA, el cual para el último año volvió estar por debajo de 3. El negocio tiene la solvencia para cubrir sus obligaciones financieras del año, dado que la razón de cobertura de intereses mediante la utilidad operativa está cercana a 2.

#### 4.5. Comparativo competidor:

Para contrastar algunos resultados del Almacén, se tomó como referencia el competidor más fuerte y líder del sector a nivel nacional que es Falabella de Colombia S.A. y se compararon algunos indicadores como se muestra en la tabla 2, encontrando sorpresivamente que para el resultado de margen EBITDA por

ejemplo, el comportamiento en Detalles Inés incluso es mejor, no obstante, la enorme diferencia en el tamaño de ambos negocios.

En EBITDA sobre activos el resultado de Falabella está por encima. Sin embargo, para los indicadores basados en este concepto, se tomaron datos 2017 ya que para el año 2018, a pesar de estar publicada la información corporativa, no está disponible el dato del EBITDA.

Tabla 2 – Indicadores principal Competidor

INDICADOR	2017		2018	
	ADI	FALABELLA	ADI	FALABELLA
ROA (Rendimiento sobre activos)	5,20%	-1,96%	7,94%	1,46%
ROE (Rendimiento sobre patrimonio)	12,56%	-7,32%	15,72%	4,13%
Margen EBITDA	7,56%	4,47%	13,80%	n.d.
EBITDA/Activos	5,20%	6,65%	9,38%	n.d.

Fuente: elaboración propia

En cuanto a los indicadores de rendimiento ROA y ROE, el resultado es mejor en el almacén que en Falabella, de hecho, para dicha empresa, estos indicadores tuvieron comportamiento negativo en el período anterior.

Los datos para calcular los indicadores de Falabella fueron tomados de Emis University (2019).

## **5. VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA**

Para la valoración del Almacén Detalles Inés se utilizó el método de Flujo de Caja Libre, utilizando las proyecciones efectuadas para los años 2019 a 2023. La formulación aplicada se tomó como referencia de Buenaventura (2017), Jaramillo (2018) y García (2009).

### **5.1. Proyecciones**

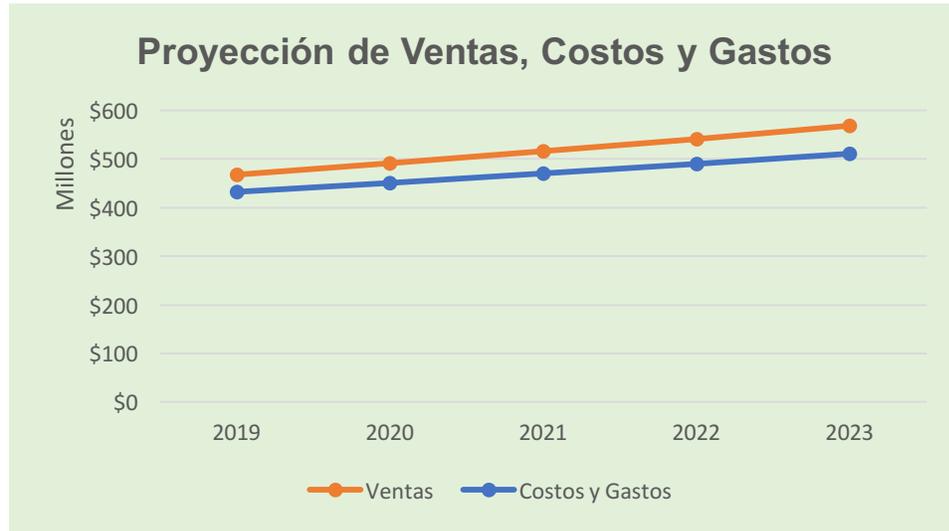
En el anexo 3a se presenta el comportamiento de las ventas del Almacén durante los últimos 5 años, las cuales han tenido un comportamiento irregular y con tendencia a la baja durante los últimos dos años, situación que preocupa enormemente a la propietaria, dada la incertidumbre que esto genera frente al bienestar y proyección del negocio.

Estos datos se graficaron como se muestra en el citado anexo y se trazó su línea de tendencia utilizando la opción logarítmica. A partir de la fórmula obtenida para dicha tendencia y conectando con lo planteado en los objetivos estratégicos del negocio, se proyectan las ventas para un horizonte de 5 años.

Adicionalmente, se llevó a cabo la proyección de los costos y gastos utilizando una lógica similar a la utilizada para la proyección de ventas, pero teniendo en cuenta expectativas y elementos identificados por los propietarios del negocio, con el objeto de lograr unas proyecciones conservadoras y razonables. Esta información se

ilustra también en el anexo 3b. En el gráfico 5 se presenta la proyección de Ventas, Costos y Gastos efectuada.

Gráfico 5 – Proyección de Ventas, Costos y Gastos



Fuente: elaboración propia

Se tomó como base información de los últimos 5 años, 2014 – 2018, y se proyectó para los años 2019 – 2023. La proyección tanto de ventas como de costos y gastos sirvió como elemento fundamental para definir todas las otras variables incluidas en la estimación. Se procedió entonces a proyectar en conjunto cuentas de los estados financieros de propósito general, tomando como base el comportamiento de las principales variables del negocio. El ajuste del balance proyectado se da básicamente por el cambio en el efectivo que proviene del Estado de Flujos de Efectivo, el cual se construyó teniendo como referencia lo citado por Estupiñán (2018).

En los anexos 4 y 5 se presentan los estados financieros proyectados: Estado de Resultados – Balance General – Estado de Flujos de Efectivo.

Los intereses fueron proyectados utilizando el valor estimado de la deuda para cada año, por el costo de la deuda ( $K_d$ ) obtenido con el promedio de los últimos tres años. Los impuestos por su parte, fueron estimados teniendo como parámetro la tasa promedio histórica.

Tomando como base las proyecciones efectuadas, se encuentra que las razones de actividad presentan en general, un mejor resultado con respecto a los años anteriores, reflejando la incorporación de aspectos definidos en la estrategia del negocio y contribuyendo positivamente en el flujo de caja proyectado.

Con relación a las razones de deuda, su comportamiento proyectado es ligeramente mejor a los períodos analizados, haciendo pensar que el negocio continuará con la capacidad de hacer frente a sus obligaciones de largo plazo.

Las razones de rentabilidad muestran un comportamiento inferior al último año, pero acorde con los resultados de los años anteriores tomados en consideración para el análisis, situación que hace pensar en un desempeño estable y conservador para los próximos años. En el anexo 6 se detalla la tabla resumen con las razones financieras calculadas para el Almacén Detalles Inés, con sus correspondientes gráficas.

## 5.2. Costo promedio ponderado de capital CPPC (WACC)

Para la estimación del Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC por sus siglas en inglés), se tuvieron en cuenta los parámetros detallados a continuación:

Costo de la deuda ( $K_d$ ): para este cálculo se tomaron los intereses del último período analizado vs el total de los pasivos registrados en el balance general.

Costo del capital propio ( $K_e$ ): este valor se obtuvo a partir de la tasa libre de riesgo, el valor de prima de mercado y el Beta calculado de la empresa.

La tasa de impuestos  $T$  utilizada corresponde al promedio de los últimos dos años del período analizado.

El Beta des-apalancado fue tomado de Damodaran, específicamente el correspondiente al sector Apparel (vestuario) con un valor de 0,74. A partir de éste, y tomando una razón de deuda con respecto al total de los pasivos, se calculó el Beta para la empresa, arrojando un resultado de 1,01.

La tasa libre de riesgo para Colombia se tomó del portal financiero de la página del Grupo Aval, según la rentabilidad de los TES a 10 años, con un valor de 6,16%.

Para la prima de mercado se emplearon datos del Índice General de la Bolsa de Colombia, obteniendo un resultado de 9,19% a corte abril 15 de 2019.

El WACC obtenido fue de 11,40%, indicando que cualquier inversión que evalúe hacer el Almacén, debe tener como rentabilidad mínima este porcentaje.

En la tabla 3 se presenta el resumen de los datos utilizados para el cálculo del WACC y en el anexo 7 se detallan todos los parámetros descritos, la formulación utilizada y se presentan los cálculos efectuados.

Tabla 3 – Cálculo del WACC

T	31,06%
Kd	10,37%
Rm	15,47%
Rf	6,16%
rD	49,52%
rE	50,48%
$\beta_o$	0,74
$\beta$	1,01
Ke	15,56%
WACC	11,40%

Fuente: elaboración propia

### 5.3. Metodología Valoración:

Primero se calculó el FCL y posteriormente el FCL para el accionista, a partir del cual se determinó el gradiente de crecimiento con el cual se pudo obtener el valor residual. Con este valor, sumado al FCL del accionista, fue posible determinar el valor patrimonial del negocio a través de la sumatoria del valor presente de los flujos obtenidos, descontados a la tasa del costo de los recursos propios ( $K_e$ ). En el anexo 8 se presentan los cálculos efectuados en esta valoración, cuyo resultado arroja que el valor para el Almacén Detalles Inés es de \$904.750.966 para el año 2019.

Se presenta también el cálculo del EVA, encontrando que la empresa está destruyendo valor, situación que enciende las alarmas y obliga a revisar qué acciones implementar para mejorar la eficiencia operativa y poder revertir este comportamiento negativo.

#### 5.4. Valor de la Empresa

Los valores obtenidos de FCL y el FCL para el accionista se presentan a continuación en la tabla 4.

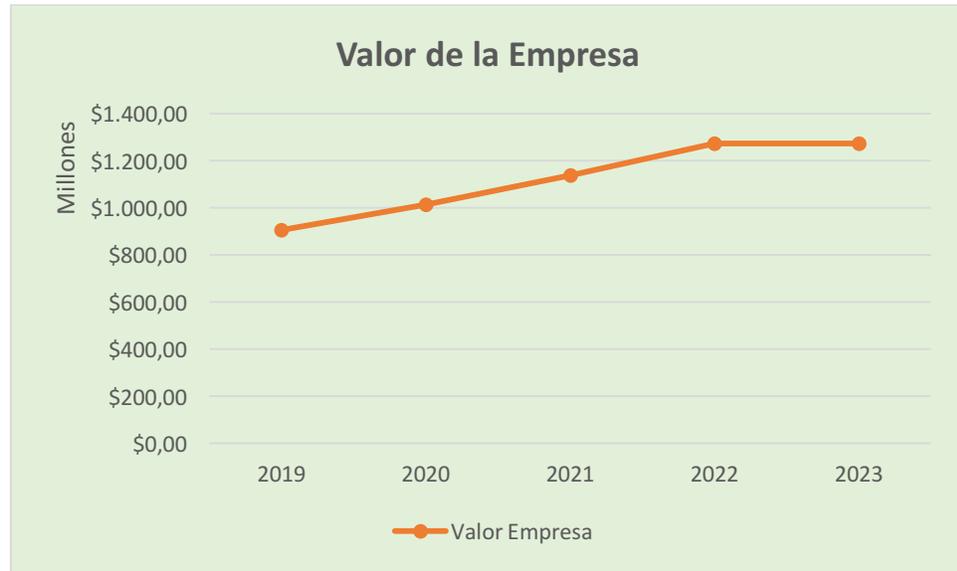
Tabla 4 – FCL y FCL para el Accionista

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>	<b>7.203.007</b>	<b>42.857.502</b>	<b>47.378.569</b>	<b>52.718.361</b>	<b>57.704.661</b>	<b>63.367.397</b>
<b>FLUJO DE CAJA ACCIONISTA</b>	<b>-13.295.065</b>	<b>27.266.752</b>	<b>31.072.813</b>	<b>35.466.457</b>	<b>39.744.918</b>	<b>44.539.903</b>

Fuente: elaboración propia

Así mismo, el valor de la empresa obtenido para el año 2019, cercano a los \$905 millones de pesos, mencionado en el numeral anterior, es una cifra que hace pensar en la capacidad del negocio para generar flujos de fondos para sus propietarios, y sirve como valor de referencia en caso que exploren la alternativa de vender el almacén. Las cifras obtenidas como valor de la empresa son crecientes para los años subsiguientes, tal como se aprecia en el gráfico 6 a continuación, llegando a \$1.273 millones en el año 2023.

Gráfico 6 – Valor de la Empresa



Fuente: elaboración propia

### 5.5. Criterios de Inversión de Ben Graham:

El resultado de la valoración obtenida para el Almacén se contrastó con los criterios de inversión expuestos por Ben Graham, presentados por Buenaventura (2019), con los cuales se establece qué tan atractiva sería para Graham la inversión. Cabe anotar que son ocho criterios en total, con una escala indicativa: si se cumplen hasta dos criterios, no se recomienda la inversión, entre tres y cuatro se podría considerar la inversión, entre 5 y 6, la inversión es atractiva, y entre 7 y 8, la inversión es altamente recomendable.

En el anexo 9 se presentan los cálculos para estos criterios de inversión, encontrando que para el año 2019, teniendo como parámetro el valor de mercado, el Almacén cumple con 3 de ellos, debido principalmente al buen comportamiento

que presenta la utilidad neta a lo largo del período analizado y su relación con el patrimonio del negocio.

#### **5.6. Score Z de Altman:**

Otro criterio utilizado comúnmente para evaluar qué tan segura es una inversión en una empresa es el denominado Score Z de Altman, el cual según lo expresado por Heine (2000), básicamente es la aplicación del análisis discriminante al análisis financiero, que utiliza una fórmula econométrica para determinar la probabilidad de quiebra de una empresa, al clasificar su resultado en tres zonas: segura, gris o de peligro. Si el resultado es superior a 2,9 se está en la zona segura, entre 1,23 y 2,9 en la zona gris, e inferior a 1,23, en la zona de peligro.

En el anexo 10 se presentan los cálculos para validar este criterio de inversión, encontrando que para el año 2019, el Almacén se encuentra en la “zona gris” según el resultado obtenido. Influye considerablemente en este resultado el bajo margen que está arrojando la utilidad operativa antes de intereses e impuestos frente al total de activos, y en menor proporción, la decisión de que toda la utilidad neta se distribuye como dividendo y no se generan utilidades retenidas.

### **6. RESULTADOS OBTENIDOS DESTACADOS**

El trabajo realizado durante esta Valoración ha arrojado elementos importantes para el Almacén Detalles Inés toda vez que, seguramente por la forma como se ha administrado el negocio hasta ahora, no se contaba con información financiera

detallada, más allá de los estados financieros tradicionales. Se pudo establecer el costo promedio ponderado de capital y el valor de la compañía por el método del Flujo de Caja Libre.

La generación de EBITDA es positiva, lo cual permite que el negocio responda al pago de impuestos, deudas y demás obligaciones propias de su operación. Es imperativo revisar qué acciones adoptar y decisiones tomar para mejorar la eficiencia operativa ya que no se está generando valor y esto va en contravía del resultado positivo y la sostenibilidad en el largo plazo.

El negocio es atractivo para invertir según se pudo establecer al calcular los criterios de Graham, dado que para los años analizados se cumple con el número de criterios según los cuales es recomendable considerar la inversión e incluso clasifica como atractiva de acuerdo a esta métrica.

Para alcanzar las proyecciones planteadas deben realizarse ajustes de tipo administrativo, de tal manera que los supuestos tenidos en cuenta puedan materializarse. Adicionalmente, el manejo financiero del negocio debe estandarizarse de tal forma que los indicadores puedan monitorearse periódicamente y permitan hacer los ajustes requeridos oportunamente.

## 7. CONCLUSIONES

Por lo encontrado durante el presente trabajo de Valoración, la interacción con la propietaria del negocio y por el análisis de la información a la que se tuvo acceso, es importante extractar algunas conclusiones obtenidas:

El Almacén debe fortalecer su proceso administrativo para asegurar la sistematicidad en la generación de información financiera que permita monitorear el desempeño permanentemente, identificar posibles desviaciones y oportunidades de mejora, para poder implementar los correctivos a que haya lugar oportunamente.

La empresa no cotiza en bolsa, por lo tanto, no se utilizó el parámetro de Utilidad por Acción (UPA), se empleó la Utilidad Neta para los cálculos correspondientes.

El alcance del presente trabajo fue efectuar la Valoración de la empresa, empleando el método del Flujo de Caja Libre, partiendo de una información financiera dada y teniendo en cuenta ciertas proyecciones. Para estudios posteriores, sería interesante poder contrastar y conocer, por ejemplo, el impacto de las estrategias planteadas en el resultado financiero del negocio. Adicionalmente, poder modelar el resultado financiero del almacén en el largo plazo, considerando diferentes inversiones que tienen en mente sus propietarios.

## BIBLIOGRAFÍA

- BPR Benchmark. (2013). Reportes Sectoriales. Sector Minoristas Generales.
- Buenaventura, G. (2017). *Teoría de inversión en evaluación de proyectos y presupuestación de capital*. Cali: Universidad Icesi.
- Buenaventura, G. (2019). MFPG 28 – Ben G – Notas de Clase. Cali: Universidad Icesi.
- Damodaran, A. (2019). Betas by Sector. Recuperado de: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)
- Emerging Markets Insight. (2013). Retail Sector Colombia. Julio.
- Emis University. (2019). Link Compañía – Falabella de Colombia S.A. Recuperado de: [https://nebulosa.icesi.edu.co:2532/php/companies/index / financials?pc=CO&cmpy=2586593&view-fins=ratios&stmt\\_type=50](https://nebulosa.icesi.edu.co:2532/php/companies/index/financials?pc=CO&cmpy=2586593&view-fins=ratios&stmt_type=50).
- Estupiñán, R. (2018). *Estado de flujos de efectivo – otros flujos de fondos*. Tercera edición. Bogotá: Ecoe Ediciones.
- Euromonitor International. (2014). Retailing in Colombia. Mayo
- García, O. (2009). *Administración Financiera – fundamentos y aplicaciones*. Cuarta edición. Bogotá: Prensa moderna.
- Grupo Aval (2019). Indicadores bursátiles y Renta Fija TES. Recuperado de: <https://www.grupoaval.com/wps/portal/grupo-aval/aval/portal-financiero/indicadores/bursatiles/>
- Heine, M. (2000). Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting The Z-

Score and Zeta Models. New York: Stern School of Business – University of New York.

Jaramillo, F. (2018). *Valoración de empresas – aspectos teóricos y prácticos*. Segunda edición. Bogotá: Ecoe Ediciones.

Magretta, J. (2012). *The Five Forces – Competing for profits*. Harvard Business Review Press.

Porter, M. (2010). *Ventaja Competitiva. Creación y sostenibilidad de un rendimiento superior*. Pirámide ediciones S.A.

Porter, M. (2008). *The Five Competitive Forces That Shape Strategy*. Harvard Business Review.

Soto, G. (2014). *Plan Estratégico Almacén Detalles Inés*. Tesis de Maestría. Cali: Universidad Icesi.

**ANEXO 1. Estados Financieros consolidados - Estado de Resultados**

<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>						
(Cifras en \$)						
		<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>VENTAS</b>	V	425.037.101	440.719.885	465.690.834	452.509.699	442.669.834
<b>(COSTO DE VENTAS)</b>	CMV	246.294.340	291.898.803	309.564.473	309.821.903	276.571.441
<b>UT. BRUTA</b>	UB	178.742.761	148.821.082	156.126.361	142.687.796	166.098.393
<b>(GASTOS ADMON Y VENTAS)</b>	GAV	132.077.862	120.864.606	125.216.757	108.487.217	104.988.040
<b>UT. OPERATIVA</b>	UO	46.664.899	27.956.476	30.909.604	34.200.579	61.110.353
<b>(INTERESES)</b>	INT	24.858.061	31.285.706	29.722.627	29.789.077	33.438.109
<b>OTROS INGRESOS</b>	OI	37.879.023	41.695.000	46.239.000	46.304.000	46.149.358
<b>UT. ANTES IMPUESTOS</b>	UAI	59.685.862	38.365.770	47.425.977	50.715.502	73.821.602
<b>(IMPUESTOS)</b>	IMP	19.099.476	13.044.362	14.702.053	16.533.254	22.146.481
<b>UTILIDAD NETA</b>	UN	40.586.386	25.321.408	32.723.924	34.182.248	51.675.121

## ANEXO 1. Estados Financieros consolidados - Balance General

BALANCE GENERAL							
(Cifras en \$)							
			2014	2015	2016	2017	2018
<b>ACTIVO</b>	<b>ACT CTE</b>	<b>Efectivo</b>	10.960.282	49.001.804	45.779.647	53.908.573	45.484.339
		<b>C X C</b>	341.457.070	343.185.246	349.572.722	343.554.338	330.168.623
		<b>Inventarios</b>	163.444.000	169.767.000	177.683.000	175.864.240	175.864.240
		<b>ACTIVO CTE</b>	515.861.352	561.954.050	573.035.369	573.327.151	551.517.202
	<b>ACT FIJO</b>	<b>Activos Fijos</b>	147.423.025	137.702.825	55.734.285	55.153.720	56.327.203
		<b>Dep. Acum.</b>	22.113.454	12.393.254	2.786.714	2.206.149	3.379.632
		<b>Activos Fijos Netos</b>	125.309.571	125.309.571	52.947.571	52.947.571	52.947.571
		<b>Inversión</b>	0	0	30.902.407	30.902.406	46.684.571
		<b>Otros</b>	0	0	0	0	0
		<b>ACT FIJO</b>	125.309.571	125.309.571	83.849.978	83.849.977	99.632.142
	<b>TOTAL ACTIVOS</b>		641.170.923	687.263.621	656.885.347	657.177.128	651.149.344

<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>							
			<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
	<b>PAS CTE</b>	<b>Préstamos</b>	14.393.194	23.890.359	30.312.020	20.800.695	27.768.444
		<b>C X P</b>	312.336.315	284.967.232	227.294.130	205.172.027	139.689.687
		<b>Acumulados</b>	7.144.955	10.469.793	9.630.915	14.372.000	15.584.933
		<b>PAS CTE</b>	333.874.464	319.327.384	267.237.065	240.344.722	183.043.064
	<b>PAS NO CTE</b>	<b>Oblig financieras</b>	103.978.523	83.991.386	104.790.830	144.694.178	139.422.100
	<b>TOTAL PASIVO</b>		437.852.987	403.318.770	372.027.895	385.038.900	322.465.164
	<b>PATRIMONIO</b>	<b>Capital</b>	157.785.454	227.785.454	194.951.666	180.774.118	219.827.197
		<b>Utilidad del ejercicio</b>	40.586.386	25.321.408	32.723.924	34.182.248	51.675.121
		<b>Revalorización</b>	4.946.096	30.837.989	57.181.862	57.181.862	57.181.862
		<b>PATRIMONIO</b>	203.317.936	283.944.851	284.857.452	272.138.228	328.684.180
	<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>		641.170.923	687.263.621	656.885.347	657.177.128	651.149.344

## ANEXO 2. Razones Financieras

<b>TENDENCIAS DE RAZONES FINANCIERAS PARA LA EMPRESA ADI</b>					
<b>Año</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>RAZONES DE LIQUIDEZ</b>					
Razón del circulante	1,55	1,76	2,14	2,39	3,01
Prueba ácida	1,06	1,23	1,48	1,65	2,05
<b>RAZONES DE ACTIVIDAD</b>					
Período CxC (días)	263,90	255,80	232,89	235,55	231,40
Rotación CxC	1,12	1,16	1,13	1,12	1,14
Rotación de Inventarios	1,51	1,72	1,74	1,76	1,57
Rotación CxP	0,79	1,02	1,36	1,51	1,98
<b>RAZONES DE DEUDA</b>					
Razón de deuda a Patrimonio	2,15	1,42	1,31	1,41	0,98
Razón de endeudamiento	0,68	0,59	0,57	0,59	0,50
Razón de flujo de efectivo	0,09	0,06	0,09	0,09	0,16
Pasivo financiero / Ebitda	2,54	3,86	4,37	4,84	2,74
Ebitda / Intereses	1,88	0,89	1,04	1,15	1,83
<b>RAZONES DE RENTABILIDAD</b>					
Margen de Utilidad Bruta (%)	42,1%	33,8%	33,5%	31,5%	37,5%
Margen Ebitda	11,0%	6,3%	6,6%	7,6%	13,8%
Margen Operacional	11,0%	6,3%	6,6%	7,6%	13,8%
Margen Neto	9,5%	5,7%	7,0%	7,6%	11,7%
ROA (%)	6,3%	3,7%	5,0%	5,2%	7,9%
ROE	20,0%	8,9%	11,5%	12,6%	15,7%
Rotación de Activos	0,66	0,64	0,71	0,69	0,68
ROI	7,3%	4,1%	4,7%	5,2%	9,4%

### Anexos 3a – 3b – Proyección de Ventas, Costos y Gastos

Proyecciones		
Año	Ventas	Costos y Gastos
2019	\$467.587.164	\$432.409.823
2020	\$490.966.523	\$450.806.390
2021	\$515.514.849	\$469.993.829
2022	\$541.290.591	\$490.006.524
2023	\$568.355.121	\$510.880.375

### Anexo 4 – Estado de Resultados Projectado

ESTADO DE RESULTADOS						
PROYECTADO						
(Cifras en \$)						
		2019	2020	2021	2022	2023
<b>VENTAS</b>	V	467.587.164	490.966.523	515.514.849	541.290.591	568.355.121
<b>(COSTO DE VENTAS)</b>	CMV	322.392.390	335.288.086	348.699.609	362.647.593	377.153.497
<b>UT. BRUTA</b>	UB	145.194.774	155.678.437	166.815.240	178.642.998	191.201.624
<b>(GASTOS ADMON Y VENTAS)</b>	GAV	110.017.433	115.518.305	121.294.220	127.358.931	133.726.878
<b>UT. OPERATIVA</b>	UO	35.177.341	40.160.132	45.521.020	51.284.067	57.474.746
<b>(INTERESES)</b>	INT	35.313.939	36.996.483	38.759.829	40.607.882	42.544.740
<b>OTROS INGRESOS</b>	OI	48.456.826	50.879.667	53.423.651	56.094.833	58.899.575
<b>UT. ANTES IMPUESTOS</b>	UAI	48.320.228	54.043.316	60.184.842	66.771.018	73.829.581
<b>(IMPUESTOS)</b>	IMP	15.075.911	16.897.543	18.550.306	20.763.314	22.932.744
<b>UTILIDAD NETA</b>	UN	33.244.317	37.145.773	41.634.536	46.007.704	50.896.837

## Anexo 5 – Balance General Proyectado

BALANCE GENERAL						
PROYECTADO						
(Cifras en \$)						
		2019	2020	2021	2022	2023
<b>ACTIVO</b>						
<b>ACT CTE</b>	<b>Efectivo</b>	35.475.970	47.704.467	60.425.151	58.535.532	57.067.731
	<b>C X C</b>	338.422.839	346.883.410	355.555.495	364.444.382	373.555.492
	<b>Inventarios</b>	182.898.810	190.214.762	197.823.352	205.736.287	213.965.738
	<b>ACTIVO CTE</b>	556.797.618	584.802.638	613.803.998	628.716.201	644.588.960
<b>ACT FIJO</b>	<b>Activos Fijos</b>	59.143.563	62.100.742	65.205.779	68.466.068	71.889.371
	<b>Dep. Acum.</b>	3.548.614	3.726.044	3.912.347	4.107.964	4.313.362
	<b>Activos Fijos Netos</b>	55.594.950	58.374.697	61.293.432	64.358.103	67.576.009
	<b>Inversión</b>	49.018.800	51.469.740	54.043.227	56.745.388	59.582.657
	<b>Otros</b>	0	0	0	0	0
	<b>ACT FIJO</b>	104.613.749	109.844.437	115.336.658	121.103.491	127.158.666
<b>TOTAL ACTIVOS</b>		661.411.367	694.647.075	729.140.656	749.819.692	771.747.626
<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>						
<b>PAS CTE</b>	<b>Préstamos</b>	28.879.182	30.034.349	31.235.723	32.485.152	33.784.558
	<b>C X P</b>	145.277.274	151.088.365	157.131.900	163.417.176	169.953.863
	<b>Acumulados</b>	16.208.330	16.856.664	17.530.930	18.232.167	18.961.454
	<b>PAS CTE</b>	190.364.787	197.979.378	205.898.553	214.134.495	222.699.875
<b>PAS NO CTE</b>	<b>Oblig financieras</b>	146.393.205	153.712.865	161.398.509	169.468.434	177.941.856
<b>TOTAL PASIVO</b>		336.757.992	351.692.243	367.297.062	383.602.929	400.641.731
<b>PATRIMONIO</b>	<b>Capital</b>	234.227.197	248.627.197	263.027.197	263.027.197	263.027.197
	<b>Utilidad del ejercicio</b>	33.244.317	37.145.773	41.634.536	46.007.704	50.896.837
	<b>Revalorización</b>	57.181.862	57.181.862	57.181.862	57.181.862	57.181.862
	<b>PATRIMONIO</b>	324.653.376	342.954.832	361.843.595	366.216.763	371.105.896
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>		661.411.367	694.647.075	729.140.657	749.819.693	771.747.626

## Anexo 6 – Razones Financieras Proyectadas

<b>TENDENCIAS DE RAZONES FINANCIERAS PARA LA EMPRESA ADI</b>										
<b>Año</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
<b>RAZONES DE LIQUIDEZ</b>										
Razón del circulante	1,55	1,76	2,14	2,39	3,01	2,92	2,95	2,98	2,94	2,89
Prueba ácida	1,06	1,23	1,48	1,65	2,05	1,96	1,99	2,02	1,98	1,93
<b>RAZONES DE ACTIVIDAD</b>										
Período CxC (días)	263,90	255,80	232,89	235,55	231,40	224,55	219,20	213,98	208,89	203,91
Rotación CxC	1,12	1,16	1,13	1,12	1,14	1,38	1,42	1,45	1,49	1,52
Rotación de Inventarios	1,51	1,72	1,74	1,76	1,57	1,76	1,76	1,76	1,76	1,76
Rotación CxP	0,79	1,02	1,36	1,51	1,98	2,22	2,22	2,22	2,22	2,22
<b>RAZONES DE DEUDA</b>										
Razón de deuda a Patrimonio	2,15	1,42	1,31	1,41	0,98	1,04	1,03	1,02	1,05	1,08
Razón de endeudamiento	0,68	0,59	0,57	0,59	0,50	0,51	0,51	0,50	0,51	0,52
Razón de flujo de efectivo	0,09	0,06	0,09	0,09	0,16	0,10	0,11	0,11	0,12	0,13
Pasivo financiero / Ebitda	2,54	3,86	4,37	4,84	2,74	4,98	4,58	4,23	3,94	3,68
Ebitda / Intereses	1,88	0,89	1,04	1,15	1,83	1,00	1,09	1,17	1,26	1,35
<b>RAZONES DE RENTABILIDAD</b>										
Margen de Utilidad Bruta (%)	42,1%	33,8%	33,5%	31,5%	37,5%	31,1%	31,7%	32,4%	33,0%	33,6%
Margen Ebitda	11,0%	6,3%	6,6%	7,6%	13,8%	7,5%	8,2%	8,8%	9,5%	10,1%
Margen Operacional	11,0%	6,3%	6,6%	7,6%	13,8%	7,5%	8,2%	8,8%	9,5%	10,1%
Margen Neto	9,5%	5,7%	7,0%	7,6%	11,7%	7,1%	7,6%	8,1%	8,5%	9,0%
ROA (%)	6,3%	3,7%	5,0%	5,2%	7,9%	5,0%	5,3%	5,7%	6,1%	6,6%
ROE	20,0%	8,9%	11,5%	12,6%	15,7%	10,2%	10,8%	11,5%	12,6%	13,7%
Rotación de Activos	0,66	0,64	0,71	0,69	0,68	0,71	0,71	0,71	0,72	0,74
ROI	7,3%	4,1%	4,7%	5,2%	9,4%	5,3%	5,8%	6,2%	6,8%	7,4%

### Anexo 7 – WACC

T	31,06%
Kd	10,37%
Rm	15,47%
Rf	6,16%
rD	49,52%
rE	50,48%
$\beta_o$	0,74
$\beta$	1,01
Ke	15,56%
WACC	11,40%

### Anexo 8 – Flujo de Caja Libre – Valor de la Empresa

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>	<b>7.203.007</b>	<b>42.857.502</b>	<b>47.378.569</b>	<b>52.718.361</b>	<b>57.704.661</b>	<b>63.367.397</b>
<b>FLUJO DE CAJA ACCIONISTA</b>	<b>-13.295.065</b>	<b>27.266.752</b>	<b>31.072.813</b>	<b>35.466.457</b>	<b>39.744.918</b>	<b>44.539.903</b>
<b>Valor Empresa</b>	<b>806.522.775</b>	<b>904.750.966</b>	<b>1.014.457.403</b>	<b>1.136.840.518</b>	<b>1.273.987.986</b>	<b>1.273.987.986</b>
<b>EVA</b>	<b>-32.140.946</b>	<b>-50.029.014</b>	<b>-47.797.498</b>	<b>-47.699.337</b>	<b>-47.785.413</b>	<b>-45.857.348</b>

<b>Ke</b>	15,56%
<b>Wacc</b>	11,40%

## Anexo 9 – Criterios de Inversión Ben Graham

**Criterio #1:** Utilidad Neta / Patrimonio > 2 veces el yield de TES 10 años

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Utilidad Neta / Patrimonio	15,72%	3,67%	3,66%	3,66%	3,61%	4,00%
# veces el yield	2,55	0,60	0,59	0,59	0,59	0,65
TES 10 años 6,16%	Sí	No	No	No	No	No

**Criterio #2:** Patrimonio / Utilidad Neta < 1/2 de la razón más alta en los últimos 5 años

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Patrimonio / Utilidad Neta	6,36	27,22	27,31	27,31	27,69	25,03
Razón más alta últimos 5	11,21	27,22	27,31	27,31	27,69	27,69
	0,57	1,00	1,00	1,00	1,00	0,90
	No	No	No	No	No	No

**Criterio #3:** Dividendos / Patrimonio > 1/2 yield de TES 10 años

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Dividendos / Patrimonio	10,40%	5,71%	3,28%	3,27%	3,27%	3,61%
TES 10 años 6,16%	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí

**Criterio #4:** Patrimonio t < 1,5 veces patrimonio t-1

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Patrimonio	328.684.180	904.750.966	1.014.457.403	1.136.840.518	1.273.987.986	1.273.987.986
Veces sobre Patrimonio t-1	1,21	2,75	1,12	1,12	1,12	1,00
	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí

**Criterio #5:** Deuda < valor en libros del Patrimonio

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Patrimonio	328.684.180	324.653.376	342.954.832	361.843.595	366.216.763	371.105.896
Deuda	182.775.477	191.480.717	200.603.878	210.165.162	220.185.753	230.687.868
	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí

**Criterio #6:** Razón corriente (RC = AC / PC) >= 2

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Razón corriente	3,01	2,92	2,95	2,98	2,94	2,89
	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí

**Criterio #7:** Crecimiento medio de utilidades netas (UN) >= 7% anual en los últimos 5 años

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Utilidad Neta	51.675.121	33.244.317	37.145.773	41.634.536	46.007.704	50.896.837
Crecimiento utilidad neta	51,18%	-35,67%	11,74%	12,08%	10,50%	10,63%
Crecimiento últimos 5 años	11,81%	2%	12%	9%	10%	2%
	Sí	No	Sí	Sí	Sí	No

**Criterio #8:** Estabilidad en el crecimiento de utilidades (no más de 2 años < 5%)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Utilidad Neta	51.675.121	33.244.317	37.145.773	41.634.536	46.007.704	50.896.837
Crecimiento utilidad neta	51,18%	-35,67%	11,74%	12,08%	10,50%	10,63%
	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí

### Resumen

Criterios	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	Sí	No	No	No	No	No
2	No	No	No	No	No	No
3	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
4	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí
5	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
6	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
7	Sí	No	Sí	Sí	Sí	No
8	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí

**Anexo 10 – Score Z de Altman**

	X(0)	X(1)	Z0	Z1
X1	0,4050	0,5540	1,2	0,717
X2	0,0000	0,0000	1,4	0,847
X3	0,0389	0,0532	3,3	3,107
X4	1,6867	0,9641	0,6	0,420
X5	0,5168	0,5168	1,0	0,998

**2,1**NO SE  
SABE**1,5**NO SE  
SABE