

VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA SUDECO S.A.

KATHERINE MARGARITA JIMENEZ VANEGAS

ELIANA GUZMAN MADRID

**UNIVERSIDAD DE CARTAGENA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS
ESPECIALIZACIÓN EN FINANZAS
CARTAGENA DE INDIAS**

2014

VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA SUDECO S.A.

KATHERINE MARGARITA JIMENEZ VANEGAS

ELIANA GUZMAN MADRID

Trabajo de Grado para optar al título de:

ESPECIALISTA EN FINANZAS

GERMÁN MEJÍA DAGER

Asesor

**UNIVERSIDAD DE CARTAGENA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS
ESPECIALIZACIÓN EN FINANZAS
CARTAGENA DE INDIAS**

2014

TABLA DE CONTENIDO

INTRODUCCIÓN	9
1. PLANTEAMIENTO Y FORMULACIÓN DEL PROBLEMA.....	10
1.1. Descripción del problema.....	10
1.2. Formulación del problema.....	12
2. OBJETIVOS.....	13
2.1. General	13
2.2. Específicos.....	13
3. DELIMITACIÓN	14
3.1. Espacio	14
3.2. Tiempo	14
4. JUSTIFICACIÓN.....	15
5. MARCO REFERENCIAL	17
5.1. Antecedentes de investigación o estado del arte	17
5.2. Marco teórico	20
5.2.1. Métodos contables o de balance	25
5.2.2. Métodos basados en la cuenta de resultados.....	26
5.2.3. Métodos basados en el descuento de flujos de caja.....	27
5.2.4. Métodos de creación de valor	28
5.3. Marco conceptual.....	29
6. DISEÑO METODOLOGICO.....	31
6.1. Tipo de investigación	31
6.2. Objeto de estudio	31
6.3. Fuente de recolección de información	32

6.3.1. Primarias.....	32
6.3.2. Secundarias.....	32
6.4. Técnicas de recolección de datos.....	33
6.5. Procesamiento y análisis de la información.....	33
7. CRONOGRAMA	34
8. PRESUPUESTO	35
9. DIAGNÓSTICO ORGANIZACIONAL DE LA EMPRESA SUDECO S.A.....	36
9.1. Historia de SUDECO S.A.....	36
9.1.1. Logo.....	36
9.1.2. Breve reseña histórica.....	36
9.1.3. Misión.....	37
9.1.4. Visión.....	37
9.1.5. Política de Calidad.....	37
9.1.6. Servicios ofrecidos.....	38
9.2. Diagnostico financiero de SUDECO S.A.....	38
9.2.1. Análisis Vertical.....	38
9.2.1.1. Análisis vertical del estado de resultados.....	39
9.2.1.2. Análisis vertical del balance general.....	40
9.2.2.1. Análisis horizontal del estado de resultados.....	42
9.2.2.2. Análisis horizontal del balance general.....	43
10. CARACTERIZACIÓN DEL ENTORNO ECONÓMICO DE SUDECO S.A.	46
10.1. Análisis de los elementos económicos del entorno remoto.....	46
10.2. Análisis de los elementos económicos del entorno cercano.....	54

11. VALORACIÓN ECONÓMICA DE SUDECO S.A. POR EL MÉTODO DEL FLUJO DE CAJA LIBRE	57
11.1. Consideraciones en la proyección	58
11.1.1. Periodo relevante.....	58
11.1.2. Escenario macroeconómico.....	59
11.1.3. Crecimiento de las ventas y gastos	59
11.1.4. Periodo de Perpetuidad	60
11.1.5. Proyección de ingresos y gastos no operacionales	60
11.1.6. Inversión en activos fijos.....	61
11.1.7. Inversión en capital de trabajo	61
11.2. Ejercicio de valoración de SUDECO S.A.	62
12. CONCLUSIONES	87
13. BIBLIOGRAFÍA	89

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Cronograma de la investigación	34
Tabla 2. Presupuesto de la investigación	35
Tabla 3. Participación del sector logístico en el PIB nacional.....	50
Tabla 4. Declaraciones de importación por tipo de usuario aduanero 2011.....	52
Tabla 5. Declaraciones de importación por tipo de usuario aduanero 2012.....	53

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Exportaciones colombianas 2011-2012	48
Gráfico 2. Exportaciones colombianas por peso neto 2011-2012	48
Gráfico 3. Importaciones colombianas 2011-2012	49
Gráfico 4. Importaciones colombianas por peso neto 2011-2012	49
Gráfico 5. Aporte del sector logístico del PIB entre 2005 y 2011	50
Gráfico 6. Participación de las declaraciones de importación por tipo de usuario aduanero 2011	52
Gráfico 7. Participación de las declaraciones de importación por tipo de usuario aduanero enero a junio de 2012	53

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1. Modelos de valoración de empresas.....	24
Figura 2. Principales métodos de valoración.....	24

INTRODUCCIÓN

SUDECO S.A. es una empresa dedicada a la intermediación aduanera, que se constituyó como una agencia de aduanas nivel 1, con el propósito de prestar un servicio ágil, honesto y eficaz a las empresas dedicadas al comercio internacional. Desde su creación hasta la actualidad SUDECO S.A. ha operado acorde con los reglamentos impuestos por la administración aduanera.

La presente investigación que es de naturaleza descriptiva, pretende determinar el valor económico de la empresa SUDECO S.A. utilizando el método del Flujo de Caja Libre, por el de mayor aceptación y credibilidad en el mundo empresarial y académico.

Los actuales propietarios están interesados en conocer el valor estimado de su inversión, en aras de tomar de decisiones organizacionales acordes con la realidad financiera del ente.

Para llevar a cabo tal fin, en primera instancia se realizará un diagnóstico organizacional que permita determinar el estado actual de la empresa, como punto de partida para la aplicación del método de valoración basado en el flujo de caja descontado.

También se hace necesario realizar la caracterización de entorno cercano y lejano donde la empresa circunscribe su accionar, a fin de determinar las variables y elementos que puedan generar efectos en el valor del ente.

Como tercer y último paso, se procederá a la aplicación del método de valoración económica basada en la generación de flujos de caja, apoyados en los planteamientos del autor Oscar León García y Héctor Ortiz Anaya, pero usando el modelo de valoración de la Banca de Inversión de Bancolombia.

Para dar mayor rigor metodológico e investigativo al trabajo, también se realizará una búsqueda de los principales métodos para valorar empresas y justificar el porqué de la escogencia del método basado en los flujos de caja descontados.

1. PLANTEAMIENTO Y FORMULACIÓN DEL PROBLEMA

1.1. Descripción del problema

El comercio internacional ha alcanzado un auge jamás pensado, dados los avances tecnológicos, logísticos, marítimos, aéreos, terrestres y organizacionales. Desde el año 2005 hasta el 2012, el volumen de exportaciones y la producción mundial de mercancías ha tenido un crecimiento anual promedio del 3,5% (Organización Mundial del Comercio, 2013), lo que demuestra el dinamismo de este sector y su potencial para convertirse en un jalonador del crecimiento de la economía global.

Colombia no ha sido ajena a este dinamismo, no sólo por las razones esbozadas, sino también por la creciente inversión extranjera y confianza de los comerciantes internacionales para realizar operaciones mercantiles con ciudadanos del país. A esto se suma el crecimiento positivismo por los avances en el tratado de paz con las Fuerzas Armadas Revolucionarias de Colombia – FARC y al comienzo de los diálogos con el Ejército de Liberación Nacional – ELN.

Las ciudades costeras donde se encuentran puertos marítimos se ven ampliamente beneficiadas por el crecimiento de las operaciones de importaciones y exportaciones de bienes, entre las cuales se destaca Cartagena de Indias, por contar con la infraestructura logística y de puertos.

Es así como diversas empresas relacionadas con las operaciones de importación y exportación de mercancías presentan un crecimiento en la demanda de sus servicios, entre las cuales se destacan las sociedades de intermediación aduanera, las agencias de aduanas, los operadores logísticos, las sociedades portuarias, entre otros.

SUDECO S.A. es una organización que ha sabido aprovechar este auge, disponiendo de personal calificado y una eficiente gestión de procesos logísticos para destacarse entre las empresas del sector.

Sus propietarios han visionado la expansión de la empresa dados sus crecientes ingresos, que pasaron de 1.312 millones de pesos en el año 2005 a XXX en el año 2013. Además, el aumento de sus operaciones y las buenas previsiones del crecimiento del comercio nacional y mundial, hacen pensar a sus propietarios en la expansión de sus actividades.

Pero antes de iniciar proyectos que requieran algún tipo de inversión, los propietarios están interesados en conocer el potencial de generación de flujos de caja futuros estimados de su empresa, y al tiempo el valor económico de la misma, a fin de tomar decisiones con fundamentos aterrizados al contexto organizacional.

En SUDECO S.A. no se ha realizado una investigación de este tipo y alcance, por lo cual sus resultados son esperados con ansias por parte de sus propietarios y sus directivos.

1.2. Formulación del problema

Teniendo como fundamento la situación planteada anteriormente, se plantea la siguiente pregunta de investigación: ¿Cuál es el valor económico de la empresa SUDECO S.A.?

2. OBJETIVOS

2.1. General

Valorar económicamente la empresa SUDECO S.A. con el fin de obtener información financiera que permita la toma de decisiones acertadas y logre medir la gestión organizacional

2.2. Específicos

- Realizar un diagnóstico organizacional como herramienta para determinar el estado actual de la empresa, haciendo énfasis en la unidad financiera
- Caracterizar el entorno económico donde circunscribe sus actividades operativas la empresa
- Aplicar el método de valoración basada en el flujo de caja libre a fin de determinar el valor económico de SUDECO S.A.

3. DELIMITACIÓN

3.1. Espacio

La investigación se desarrollará en la empresa SUDECO S.A., ubicada en la TR 34 No. 19 - 85, Cartagena de Indias – Colombia.

3.2. Tiempo

Con respecto a la delimitación temporal, la investigación se llevará a cabo tomando como tiempo de análisis los últimos cinco (5) años (2009 – 2013), a fin de tener información que demuestre el comportamiento histórico de la empresa SUDECO S.A. de forma precisa. Además, para las proyecciones respectivas, teniendo como base los fundamentos del método basado en el flujo de caja libre, también se analizarán los años 2014 a 2018, considerados como el periodo relevante, y el año 2019, considerado como el primer año del periodo a perpetuidad.

4. JUSTIFICACIÓN

La importancia de la presente investigación radica esencialmente en la utilidad que generarán los resultados de la misma para los propietarios de SUDECO S.A., quienes esperan prontamente tales informes a fin de tomar decisiones oportunas y precisas con respecto a la nuevas inversiones con miras a la expansión de las actividades.

Asimismo, los resultados permitan medir la gestión organizacional, que ha estado en manos de la misma persona. Esto se realizará comparando el valor económico resultante con el valor del patrimonio en libros a corte del último año del periodo histórico analizado.

Este ejercicio de valoración también es importante para la Universidad de Cartagena, dado que enriquecerá sus procesos investigativos relacionados con la valoración económica de organizaciones.

También es importante para las empresas del sector dado que al desarrollar el segundo objetivo específico contarán con un análisis sectorial actualizado y detallado, que sea útil para la toma de decisiones relacionadas con procesos operacionales y logísticos.

Para las autoras de la investigación el proyecto se convertirá en una oportunidad para llevar a la realidad los conocimientos teóricos que aprehendieron en el módulo de valoración de empresas, así como aquellos desarrollados en otros módulos cuyo contenido temático es importante para el logro de los objetivos propuestos en la investigación, como el módulo de investigación, de análisis financiero y planeación.

En fin, los resultados de la investigación servirán para enriquecer los planteamientos teóricos del módulo de valoración económica fundamentado en el flujo de caja libre.

El presente trabajo de grado se desarrollará dentro de la línea de investigación “*Toma de Decisiones Financieras y Evaluación Empresarial*”, que hacen parte de los proceso de investigación de la Especialización en Finanzas de la Universidad de Cartagena.

5. MARCO REFERENCIAL

5.1. Antecedentes de investigación o estado del arte

Se realizó una búsqueda de investigaciones recientes relacionadas con la temática de la valoración económica de empresas, bajo cualquiera de los métodos existentes. Para tal fin, se realizaron consultas en la Biblioteca de la Universidad de Cartagena, así como en las bases de datos de la misma. También fue oportuna la búsqueda en bibliotecas virtuales de otras Universidades.

Con base en los criterios de búsqueda, se presentan los siguientes trabajos como antecedentes de la investigación:

➤ ***Valoración económica de la empresa Master Bunker & Asociados Ltda.***

Los autores del trabajo son José Julio Vergara Arrieta y Cosme Guerrero Cera, presentado como requisito para obtener el título de Especialista en Finanzas de la Universidad de Cartagena en el año 2013. El trabajo se realiza en una empresa dedicada a la prestación de soldadura industrial, especialmente en buques navales. El trabajo presenta la aplicación de dos (2) métodos: uno basado en el flujo de caja libre y otro basado en el valor económico agregado (EVA, por sus siglas en inglés). Asimismo, los desarrollan bajo dos (2) escenarios: pesimista y deseado. También se realiza un análisis del valor de empresa restando inicialmente del valor total de las operaciones la deuda total, y luego se resta la deuda financiera. Para efectos de dar mayor seguridad a las proyecciones, se utiliza como parámetro de comparación las proyecciones del Simulador de la Banca de Inversión CORFINSURA, el cual genera un valor aproximado al resultante mediante los modelos de flujo de caja libre y EVA.

➤ ***Valoración De Empresas: AMPER S.A.*** El autor es José Norberto Martínez López, que presenta el resultado final de trabajo de grado del Máster en Dirección Financiera y Fiscal de la Universidad Politécnica de

Valencia en el año 2012. El objetivo del trabajo es obtener el valor de AMPER S.A. mediante el descuento de flujos de caja de la empresa, teniendo para ello en cuenta el sector en el que opera, las características de la empresa, el análisis DAFO y el económico-financiero correspondiente a los tres últimos ejercicios. A la hora de realizar las proyecciones financieras, el autor considera tres escenarios posibles: normal, optimista y pesimista. Como conclusión general el autor recalca el hecho de que la valoración de empresas no es una ciencia exacta y que los condicionantes del futuro gozan de demasiada variabilidad como para hacer de nuestra conclusión un juicio exacto e inequívoco.

- **Valoración Financiera de la Empresa C.I. COMEXA S.A.** Los autores son Jorge Coneo Cárdenas y Alexander Martelo Muñoz. Trabajo para obtener el título de Especialista en Finanzas de la Universidad de Cartagena en el año 2009. Los autores dividen el trabajo en tres capítulos. En el primero se muestran los resultados de diagnóstico organizacional, detallando la historia, pensamiento estratégico y participación en el mercado; seguidamente se realiza un diagnóstico financiero, para finalmente realizan la valoración mediante el método de flujo de caja descontado desarrollándolo bajo tres escenarios (Deseado, Normativo y Pesimista). A cada escenario le asignan una probabilidad de ocurrencia, para así obtener el resultado final.
- **Valoración del Capital Intelectual y su Introducción en los Estados Financieros. Estudio caso: EMDII S.I. LTDA.** Los autores son Amira Luz Buendía Elles, Yonais Cabarcas Villegas y Robinso Gómez Pitalua. El trabajo corresponde a la monografía para cumplir con el requisito de graduación en la especialización en Finanzas de la a Universidad de Cartagena en el año 2009. Los autores hacen uso del modelo SKANDIA para realizar la valoración del capital intelectual. También realizan los cálculos del costo del personal, para finalmente realizar un análisis de las

implicaciones de ese costo en el estado de situación financiera y el estado de resultados de la empresa valorada.

- ***Valoración de la Empresa INDUPOLLO S.A. bajo el Mercado de Valoración de Flujos de Caja Libre.*** Este trabajo también se realizó dentro de la especialización en Finanzas de la Universidad de Cartagena en el año 2006, para requisito de graduación. Sus autores son David Darwin Díaz Duran, Luís Labastidas Romero y Fabio Cañavera Barrios. La metodología aplicada es muy similar a los trabajos mencionados anteriormente. El trabajo lo dividen en capítulos, haciendo un análisis histórico de la empresa INDUPOLLO, luego un análisis financiero como medida de diagnóstico financiero y finalmente se aplica el método basado en el flujo de caja libre, bajo diferentes escenarios que ofrece el sector como lo son: en caso de que se firme el Tratado de Libre Comercio con los Estados Unidos y en caso de que exista un Ordenamiento Territorial; luego con una combinación de ambas situaciones.

- ***Valoración de la Empresa Transporte PEMAPE S.A., para preparar propuesta en caso de una posible indemnización, fusión o venta de la compañía debido al impacto negativo que le ocasionará la implementación del nuevo sistema de transporte masivo en la ciudad de Cartagena TRANSCARIBE.*** Los autores son Mery Castro Pereira y Estela Rojas Mielles, que cumplen un requisito de grado para optar al título de especialista en Finanzas de la Universidad de Cartagena en el año 2006. Es un ejercicio de valoración donde se utilizan los métodos basados en el flujo de caja proyectado y los múltiplos de firmas de la compañía. Los autores hacen una comparación de tales resultados con un valor de referencia.

5.2. Marco teórico

El comercio a nivel internacional ha tenido notables impactos en la economía global. Esta afirmación se fundamenta en los resultados operacionales de SUDECO S.A. y el análisis de Vanegas, Restrepo y González (2014), que expresa lo siguiente con respecto al mismo en Colombia:

“En los últimos veinte años la participación del comercio total mundial en el producto interno bruto (PIB), entendido como el peso de la suma de exportaciones e importaciones, ha crecido de forma significativa al pasar de 39,8% en 1990 a 57,7% en 2012. De igual forma, las entradas de inversión extranjera directa han pasado de representar en el PIB para el mismo periodo de tiempo 0,93% a 2,3%, respectivamente. Por su parte, los ingresos de remesas provenientes de nacionales en el extranjero en la década del noventa representaron en promedio 0,4% del PIB, mientras que dos décadas más tarde dicha participación fue del 0,7%”.

Las anteriores cifras son una evidencia fehaciente de la importancia de comercio internacional para el país, que también se ha visto favorecido por el Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos (TLC de ahora en adelante). Al respecto, Gómez (2013) afirma que las exportaciones a Estados Unidos un año después de la firma del TLC ha crecido el 5,3% sin incluir el café, flores y bananos, y ha crecido un 4,2% sin incluir el petróleo. Estas cifras son más que suficientes para demostrar el auge del sector de exportaciones. Asimismo, Gómez (2013) afirma que

“en este año de vigencia del TLC con Estados Unidos más de 350 nuevos productos y más de 750 nuevas empresas han comenzado a exportar. De estos podemos mencionar la exportación de transformadores y convertidores eléctricos, algunos medicamentos, levaduras, cacao crudo en grano, máquinas para envolver mercancías, polímeros de polipropileno, entre otros”.

Todo este auge ha repercutido notablemente en las operaciones de SUDECO S.A., quien ha experimentado un crecimiento sostenido en sus ingresos.

Por otra parte, los aspectos relacionados con el valor de una entidad sirven de guía para muchas decisiones empresariales y personales (Vergara y Guerrero, 2013). En palabras del profesor Oscar León García (2003), *“los análisis que de allí se derivan deben realizarse con la suficiente objetividad, habilidad y sofisticación de forma que las decisiones que deban tomarse como consecuencia del resultado obtenido involucren la mínima incertidumbre posible”*. Para efectos del presente estudio, se tomará como libro guía el titulado Valoración de Empresas, Gerencia del Valor y EVA de este autor, quien es ampliamente reconocido como una personal experta en tema de valoración económica de organizaciones, y quien recomienda, como la gran mayoría de los teóricos en la materia, utilizar el método del flujo de caja libre, por ser consistente con el principio de empresa en marcha.

Pero, ¿qué significa valorar una empresa u organización? ¿Por qué razones se lleva a cabo el ejercicio de valorar una empresa u organización? ¿Qué elementos son fundamentales para llevar a cabo la valoración de una empresa u organización de forma eficiente? ¿Qué métodos existen que permitan valorar una empresa u organización?

En primera, y para responder al primer interrogante, se traerá a colación las ideas de Galindo (2005), quien expone:

“El tema del valor ha venido siendo fundamental en la Ciencia Económica desde que ésta se diera por inaugurada con Adam Smith y su distinción entre “valor de uso” y “valor de cambio”, lo cual otorgaba a los bienes económicos una cualidad intrínseca y otra externa, dependiente de varias voluntades. David Ricardo dio la siguiente definición: El valor de una cosa [es] la cantidad de cualquier otra cosa por la que podrá cambiarse... Esa otra es normalmente el dinero, tema también crucial en la Teoría Económica”.

Por tanto, valorar una empresa u organización significa determinar la cantidad por la cual puede ser negociada. Este argumento da paso a la primera respuesta del segundo interrogante: una de las razones para valorar una empresa es para realizar negociaciones de la misma en situaciones de venta, compra, fusiones, escisiones y adquisiciones.

En general una empresa tiene distinto valor para diferentes compradores y para el vendedor. El valor no debe confundirse con el precio, que es la cantidad a la que el vendedor y comprador acuerdan realizar una operación de compraventa de una empresa. Esa diferencia en el valor de una empresa concreta se puede explicar mediante múltiples razones, entre las cuales están las percepciones sobre el futuro del sector y de la empresa, distintas estrategias, economías de escala, economías de complementariedad, entre otras (Fernández, 2008).

Para Fernández (2008) valorar una empresa sirve para múltiples propósitos, entre los cuales se desatacan:

- Operaciones de compra-venta.
- Valoraciones de empresas cotizadas en bolsa: para comparar el valor obtenido con la cotización de la acción en el mercado.
- Para decidir en qué valores concentrar su cartera: aquéllos que le parecen más infravalorados por el mercado.
- Para establecer comparaciones entre ellas y adoptar estrategias.
- Salidas a bolsa: la valoración es el modo de justificar el precio al que se ofrecen las acciones al público.
- Herencias y testamentos: la valoración sirve para comparar el valor de las acciones con el de los otros bienes.
- Para gestionar el valor y hacer reestructuraciones: Identificación y jerarquización de los impulsores de valor (value drivers)

- Decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa: la valoración de una empresa y de sus unidades de negocio es un paso previo a la decisión de seguir en el negocio, vender, fusionarse, crecer o comprar otras empresas.
- Planificación estratégica: decidir qué productos/líneas de negocio/países/clientes, mantener, potenciar o abandonar.
- Permite medir el impacto de las posibles políticas y estrategias de la empresa en la creación y destrucción de valor.
- Procesos de arbitraje y pleitos: requisito a presentar por las partes en disputas sobre precios. La valoración mejor sustentada suele ser más próxima a la decisión de la corte de arbitraje o del juez (aunque no siempre)

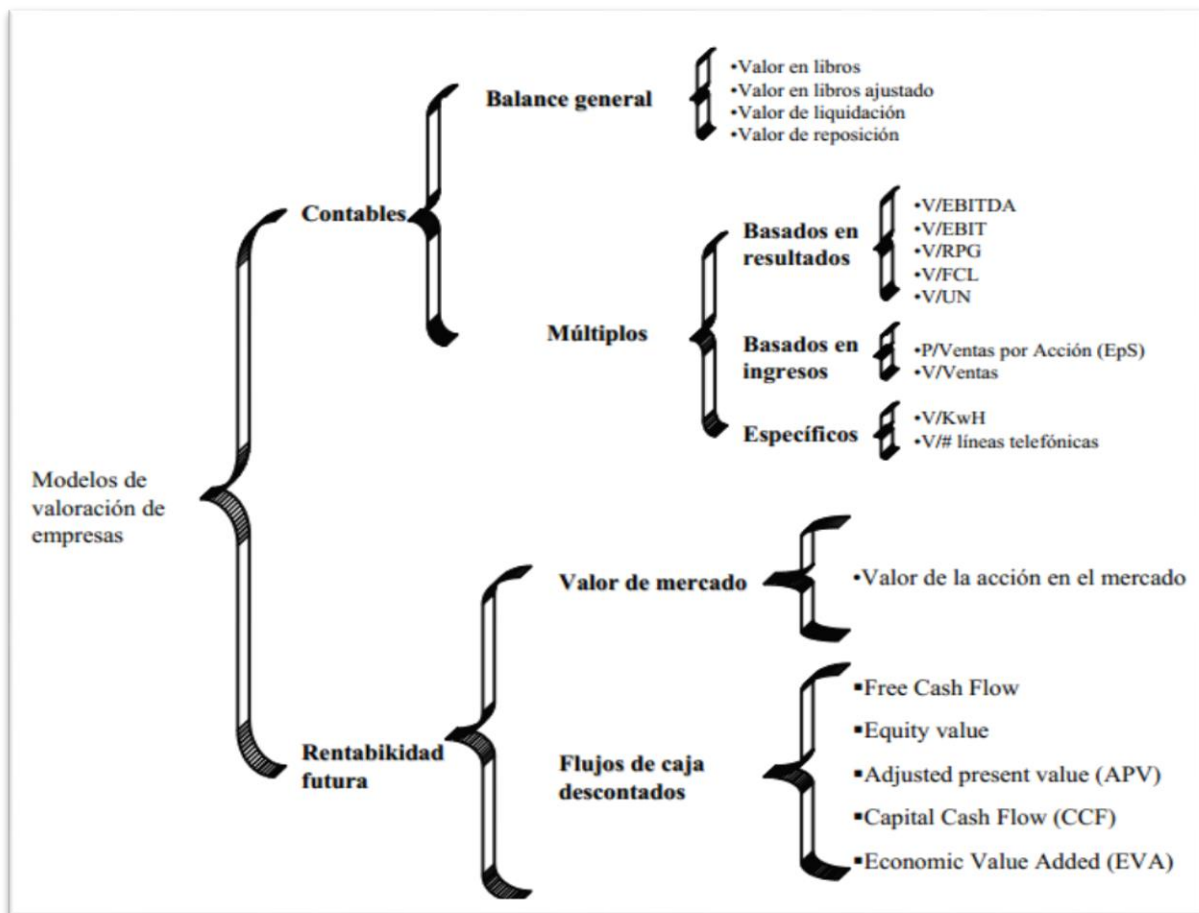
El proceso de valoración no se trata sólo de «echar» números. Es ciencia, pero también arte, exige conocer el negocio de manera integral y su cadena de valor. Es un problema esencial de diagnóstico financiero que surge tan pronto como se debe llevar a cabo una transacción. Cuando una transacción se lleva a cabo, el precio depende de los supuestos utilizados en el método de valoración y el poder de negociación de las partes (Ramírez, 2014).

Con respecto al tercer interrogante, la literatura existente ha relacionado siempre el valor de la empresa con cuatro temas fundamentales: Los objetivos de la empresa, la estructura financiera, la política de dividendos y, más recientemente, el tamaño (Galindo, 2005).

Las respuestas del cuarto interrogante se apoyaron en los planteamientos de Ramírez (2014); Correa, Arango y Castaño (2011); Sarmiento (2014); Fernández (2008); Blanco (2009); León (2003); Maquieira y Willatt (2006) y Jaramillo (2010), quienes al respecto exponen:

Para la valoración de empresas existen métodos contables y los basados en la rentabilidad futura. La figura No. 1 muestra la subclasificación dentro de cada uno los criterios mencionados.

Figura 1. Modelos de valoración de empresas



Fuente: Valoración de empresas. Sarmiento (2014)

Para Fernández (2008), los métodos de valoración se pueden clasificar en seis grupos, que se enumeran a continuación:

Figura 2. Principales métodos de valoración

PRINCIPALES METODOS DE VALORACION					
BALANCE	CUENTA DE RESULTADOS	MIXTOS (GOODWILL)	DESCUENTO DE FLUJOS	CREACION DE VALOR	OPCIONES
Valor contable	Múltiplos de:	Clásico	<i>Free cash flow</i>	EVA	Black y Scholes
Valor contable ajustado	Beneficio: PER	Unión de expertos	Cash flow acciones	Beneficio económico	Opción de invertir
Valor de liquidación	Ventas	Contables europeos	<i>Dividendos</i>	<i>Cash value added</i>	Ampliar el proyecto
Valor sustancial	Ebitda	Renta abreviada	<i>Capital cash flow</i>	CFROI	Aplazar la inversión
Activo neto real	Otros múltiplos	Otros	APV		Usos alternativos

Fuente: Métodos de valoración de empresas. Fernández (2008).

5.2.1. Métodos contables o de balance

Los métodos contables o basados en el balance (valor patrimonial) consideran que el valor de una empresa radica fundamentalmente en su balance o sus activos, por lo cual la perspectiva que utilizan es estática. No tiene en cuenta el futuro de la empresa, ni del sector, ni el valor del dinero en el tiempo.

Entre estos métodos contables están: valor contable, valor contable ajustado, valor de liquidación y valor sustancial.

El valor contable es el valor de los recursos propios que aparecen en el Balance (capital y reservas). Esta cantidad es también la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible.

El valor contable ajustado trata de salvar el inconveniente que supone la aplicación de criterios exclusivamente contables en la valoración, pero sólo lo consigue parcialmente. El método consiste en ajustar el valor de los activos y pasivos a su valor de mercado, de tal manera que así se consigue el patrimonio neto ajustado.

El valor de liquidación es el valor de una empresa en el caso de que se proceda a su liquidación, es decir, que se vendan sus activos y se cancelen sus deudas. Este valor se calcula deduciendo del patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación del negocio (indemnizaciones a empleados, gastos fiscales y otros gastos propios de la liquidación).

El valor sustancial representa la inversión que debería efectuarse para constituir una empresa en idénticas condiciones a la que se está valorando. También puede definirse como el valor de reposición de los activos, bajo el supuesto de continuidad de la empresa, por oposición al valor de liquidación. Normalmente no se incluyen en el valor sustancial aquellos bienes que no sirven para la explotación (terrenos no utilizados, participaciones en otras empresas, etc.).

5.2.2. Métodos basados en la cuenta de resultados

A diferencia de los anteriores, estos métodos se basan en la cuenta de resultados de la empresa. Tratan de determinar el valor de la empresa a través de la magnitud de los beneficios, de las ventas o de otro indicador. Así, por ejemplo, es frecuente hacer valoraciones rápidas de empresas cementeras multiplicando su capacidad productiva anual (o sus ventas) en toneladas por un coeficiente (múltiplo). También es frecuente valorar estacionamientos de automóviles multiplicando el número de plazas por un múltiplo y valorar empresas de seguros multiplicando el volumen anual de primas por un múltiplo.

En esta categoría se incluyen los métodos basados en el PER: según este método, el precio de la acción es un múltiplo del beneficio.

Valor de los beneficios (PER). Según este método, el valor de las acciones se obtiene multiplicando el beneficio neto anual por un coeficiente denominado PER (iniciales de Price Earnings Ratio), es decir:

$$\text{Valor de las acciones} = \text{PER} \times \text{beneficio.}$$

Valor de los dividendos. Según este método, el valor de una acción es el valor actual de los dividendos que esperamos obtener de ella. Para el caso de perpetuidad, esto es, una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, este valor puede expresarse así:

$$\text{Valor de la acción} = \text{DPA} / K_e$$

Siendo,

DPA = dividendo por acción repartido por la empresa.

K_e = rentabilidad exigida a las acciones

Múltiplo de las ventas. Este método de valoración, empleado en algunos sectores con cierta frecuencia, consiste en calcular el valor de una empresa multiplicando sus ventas por un número. Por ejemplo, una farmacia se valora con frecuencia

multiplicando sus ventas anuales por 2 o por otro número, según la coyuntura del mercado.

Los múltiplos casi siempre tienen una gran dispersión. Por este motivo las valoraciones realizadas por múltiplos son casi siempre muy cuestionables. Sin embargo, los múltiplos son útiles en una segunda fase de la valoración: una vez realizada la valoración por descuento de flujos, una comparación con los múltiplos de empresas comparables permite calibrar la valoración realizada e identificar diferencias entre la empresa valorada y las comparables. También pueden ser útiles para calcular el valor terminal en una valoración por descuento de flujos, siempre que el múltiplo utilizado tenga una magnitud y una interpretación “sensatas”.

5.2.3. Métodos basados en el descuento de flujos de caja

Tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero – cash flows - que generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa de descuento apropiada según el riesgo de dichos flujos.

Los métodos de descuento de flujos se basan en el pronóstico detallado y cuidadoso, para cada periodo, de cada una de las partidas financieras vinculadas a la generación de los cash flows.

En la valoración basada en el descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes.

Método general para el descuento de flujos. Los distintos métodos basados en el descuento de flujos de fondos parten de la expresión:

$$V = \frac{CF_1}{1+K} + \frac{CF_2}{(1+K)^2} + \frac{CF_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+K)^n}$$

Siendo,

CF_1 = flujo de fondos generado por la empresa en el periodo 1

• VR_n = valor residual de la empresa en el año n

• K = tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de fondos

5.2.4. Métodos de creación de valor

Dentro de estos el más reconocido es el EVA (Valor económico agregado), que consiste en descontar al costo de capital, los EVA futuros de la empresa.

Siguiendo a León (2003), el EVA se define como la diferencia entre la utilidad operativa que una empresa obtiene y la mínima que debería obtener. También puede entenderse como la diferencia entre la utilidad operativa después de impuestos y el costo financiero que implica la utilización de activos por parte de la empresa. Asimismo, es definida como el remanente que generan los activos netos de operación cuando producen una rentabilidad superior al costo de capital.

$$EVA = UODI - (Activos\ netos\ de\ operación * CK)$$

$$EVA = Activos\ netos\ de\ operación * (RAN - CK)$$

Donde,

CK = Costo de capital

RAN = Rentabilidad del Activo Neto (UODI/Activos netos de operación)

5.3. Marco conceptual

Agencias de aduanas: Según el decreto 2883 de 2008 las agencias de aduanas son: “Personas jurídicas autorizadas por la DIAN para ejercer el agenciamiento aduanero, actividad auxiliar de la función pública aduanera de naturaleza mercantil y de servicio, orientada a garantizar que los usuarios de comercio exterior que utilicen sus servicios cumplan con las normas legales existentes en materia de importación, exportación y tránsito aduanero y cualquier operación o procedimiento aduanero inherente a dichas actividades”. Conforme con los parámetros establecidos en este decreto, las agencias de aduanas se clasifican en cuatro niveles según el patrimonio líquido que posean y puedan soportar contablemente.

Balance general o estado de situación financiera: El estado de situación financiera (a veces denominado el balance) presenta los activos, pasivos y patrimonio de una entidad en una fecha específica — al final del periodo sobre el que se informa. Es un estado financiero que muestra detalladamente la situación financiera de la empresa, lo que tiene, lo que debe, lo que le deben y lo que le pertenece a su propietario, todo esto en un periodo determinado.

Coefficiente Beta (β): Es una medida de la volatilidad de un activo (una acción o un valor) relativa a la variabilidad del mercado, de modo que valores altos de Beta denotan más volatilidad y Beta 1,0 es equivalencia con el mercado. Beta mide únicamente el riesgo sistémico, es decir aquel riesgo que no es posible eliminar diversificando la cartera en distintos tipos de activos.

Costo de capital, Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPC) o Weighted Average Cost of Capital: Es la tasa promedio ponderada del costo de las diferentes fuentes de financiamiento que tiene una empresa.

Estado de Resultados: Es un Estado Financiero básico, que muestra un resumen de los resultados de operación de un negocio concernientes a un periodo de

operaciones, es decir, es el resultado del negocio en un periodo determinado, se determina como ingresos menos costos y gastos.

Flujo de caja libre: Se define como el saldo disponible para pagar a los accionistas y para cubrir el servicio de la deuda (intereses de la deuda + principal de la deuda) de la empresa, después de descontar las inversiones realizadas en activos fijos y en necesidades operativas de fondos (NOF).

Tasa de Descuento: Es una medida financiera que se aplica para determinar el valor actual de un pago futuro.

6. DISEÑO METODOLOGICO

6.1. Tipo de investigación

La investigación a realizar es de naturaleza descriptiva. En la misma se procura la caracterización de la realidad organizacional y sectorial de la empresa SUDECO S.A., para así realizar la valoración económica de la misma con base en la interpretación de tal realidad actual. Además, se utilizará un método de valoración económica de reconocido valor técnico y de amplia aceptación.

6.2. Objeto de estudio

El objeto de estudio del presente trabajo serán las operaciones organizacionales de la empresa SUDECO S.A. Esto es, todas las operaciones contables, administrativas, financieras, logísticas y comerciales. Se analizarán tales actividades dado que es fundamental para el ejercicio de valoración analizar la realidad actual de la empresa a valorar. SUDECO S.A. es una agencia de aduanas nivel 1, que se dedica al manejo de operaciones de importación, exportación y demás trámites aduaneros sin restricción de jurisdicción aduanera, y a controlar las operaciones con la implementación de un comité de ética encargado de velar por la transparencia de los procesos. Lleva 25 años en el mercado, ofreciendo servicios de calidad y posicionándose como una organización seria y sustentable en un sector competitividad donde constantemente entran nuevos competidores y los que ya están se hacen más fuertes.

6.3. Fuente de recolección de información

6.3.1. Primarias

Las fuentes primarias constituirán las operaciones organizacionales de la empresa a valorar, que su toda su realidad interna y externa, todos los factores que puedan afectar de forma positiva o negativa su futuro inmediato o lejano. Esta realidad será observada, analizada e interpretada directamente por las investigadoras.

6.3.2. Secundarias

Las fuentes secundarias constituirán los Estados Financieros de los últimos cinco (5) años, así como las notas de los mismos y demás información contable relevante. También harán parte de tales fuentes toda la información organizacional preparada por los empleados y directivos de SUDECO S.A., como informes de gestión, documentos de planeación estratégica, planes de acción, presupuestos y toda la información de la empresa que sirva para las estimaciones del ejercicio de valoración. Adicionalmente, se consultarán documentos que contengan información del sector como informes sectoriales, de diagnóstico y estadísticos de entidades gubernamentales y privadas (DANE, Cámara de Comercio de Cartagena, Alcaldía de Cartagena de Indias, Gobernación de Bolívar, Observatorio Financiero, Universidades de la ciudad, entre otros). Estos documentos podrán ser consultados en las páginas web de distintas instituciones, así como en la base de datos científicas de la Universidad de Cartagena. Los libros existentes sobre valoración de empresa también serán una fuente secundaria esencial como el de Oscar León García.

6.4. Técnicas de recolección de datos

Para la recolección de información se hará uso entrevistas a los directivos de la empresa SUDECO S.A. Asimismo, se harán construirá un modelo de ficha de análisis multipropósito donde podrán consignarse las observaciones realizadas, y los análisis de los documentos consultados.

6.5. Procesamiento y análisis de la información

La información obtenida mediante la aplicación de los instrumentos detallados en el punto anterior, será analizada en un primer momento para hacer un filtro que permita determinar su importancia y trascendencia para la investigación. Luego se procesará la misma consignando las conclusiones de tal actividad en un documento borrador que se convertirá en el fundamento del informe final. Con la información procesada se realizarán los cálculos necesarios para estimar el valor económico de SUDECO S.A.

7. CRONOGRAMA

Tabla 1. Cronograma de la investigación

ACTIVIDADES	Responsable(s)	2014						
		Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep
Barrido bibliográfico y obtención de información secundaria indispensable para el ejercicio de valoración empresarial	Katherine Jiménez/Eliana Guzmán							
Análisis de la información secundaria obtenida y elaboración de entrevistas y plantillas necesarias para la obtención de información primaria	Katherine Jiménez/Eliana Guzmán							
Aplicación de las entrevistas y visitas a la empresa objeto de estudio para obtención de información primaria	Katherine Jiménez/Eliana Guzmán							
Análisis de la información primaria obtenida y realización del ejercicio de valoración empresarial	Katherine Jiménez/Eliana Guzmán							
Elaboración del informe final y presentación a las directivas de la Universidad	Katherine Jiménez/Eliana Guzmán							

Fuente: Elaboración propia

8. PRESUPUESTO

Tabla 2. Presupuesto de la investigación

RECURSOS NECESARIOS	VALOR
Adquisición de libros sobre la materia	85.000
Gastos de papelería como fotocopias, impresiones, cartuchos para impresora, entre otros	90.000
Gastos de alimentación del equipo de trabajo	170.000
Empastado y anillados	60.000
Gastos de transporte y/o desplazamientos	160.000
Horas de trabajo equipo investigador	2.400.000
Imprevistos	250.000
TOTAL	3.215.000

Fuente: Elaboración propia

9. DIAGNÓSTICO ORGANIZACIONAL DE LA EMPRESA SUDECO S.A.

Para la realización del diagnóstico organizacional se aplicaron dos entrevistas con preguntas semiestructuradas, una al gerente de SUDECO S.A. y otra al contador, quienes son las personas idóneas para dar a conocer la realidad organizacional-financiera que vivencia actualmente la empresa objeto de estudio. Asimismo, se aplicaron técnicas de estudio financiero como el análisis vertical y el horizontal de los últimos tres (3) años, con el ánimo de tener claridad acerca del comportamiento financiero histórico de la empresa a valorar y, al tiempo contar con los insumos necesarios para realizar las proyecciones en base a datos históricos.

Pero antes de realizar tales análisis, se procedió a la búsqueda de información general que permitiera caracterizar la empresa y conocerla de mejor manera. A continuación se detallan los hallazgos encontrados:

9.1. Historia de SUDECO S.A.

9.1.1. Logo



9.1.2. Breve reseña histórica

AGENCIA DE ADUANAS SUDECO S.A. Nivel 1 fue creada en el año de 1989, con el propósito de prestar un servicio ágil, honesto y eficaz a las empresas dedicadas al comercio internacional. Desde su creación hasta la actualidad SUDECO ha operado acorde con los reglamentos impuestos por la administración aduanera.

Actualmente dedicados a brindar asesorías en importaciones y exportaciones y suministrando el servicio de intermediación aduanera, ya con más de dos décadas de experiencia, SUDECO sigue cumpliendo de manera satisfactoria las expectativas de sus clientes, a través de un apoyo de logística integral, sustentado estratégicamente, con personal calificado, equipos de comunicación y diversos medios de transportes para el cumplimiento exitoso de nuestras operaciones.

9.1.3. Misión

Somos una Agencia de Intermediación Aduanera Nivel 1, que brinda a sus clientes asesorías y soluciones acertadas en el área de comercio exterior y afines, bajo el criterio de competitividad y legalidad.

9.1.4. Visión

Agencia de Aduanas SUDECO S.A Nivel 1, en el 2016, se encontrará dentro del grupo de empresas líder a nivel nacional en la prestación del servicio de intermediación en comercio exterior, a través de un servicio integral que satisfaga las expectativas del cliente, involucrando un talento humano altamente calificado e idóneo, apoyando de los avances tecnológicos propios del medio y la actualización constante en los regímenes aduaneros, tributarios y cambiarios.

9.1.5. Política de Calidad

Agencia de Aduanas SUDECO S.A Nivel 1 es una empresa dedicada a la intermediación aduanera satisfaciendo los requerimientos y exigencias de nuestros clientes, orientado nuestros esfuerzos para ofrecer servicio de manera oportuna y precios competitivos cumpliendo con todos los requerimientos legales aplicables a nuestro sector. Gestionamos los recursos necesarios como estrategia para la mejora continua del SGC.

9.1.6. Servicios ofrecidos

Gracias a la calificación de Agentes de Aduana Nivel 1 podremos prestar nuestros servicios de:

- Manejo de operaciones de importación, exportación y demás trámites aduaneros sin restricción de jurisdicción aduanera.
- Mayor control sobre las operaciones con la Implementación de un comité de ética encargado de velar por la transparencia de los procesos.

9.2. Diagnostico financiero de SUDECO S.A.

Para la realización del diagnóstico financiero de SUDECO S.A. se tomaron como referencias los estados financieros básicos de los años 2011 a 2013 (últimos tres años), más específicamente los balances generales y los estados de resultados, dado que estos se reflejan los resultados de las operaciones del ente de forma anual, así como la situación financiera al final de cada año analizado. Para ello, se tomó como libro guía el titulado *Análisis financiero aplicado y principios de administración financiera* de Héctor Ortiz Anaya.

Según este autor, el análisis financiero se realiza con base en los estados financieros y demás información que posee la empresa, para así obtener conclusiones y presentar recomendaciones. Esta tarea consiste fundamentalmente en examinar la situación y el comportamiento histórico de la empresa, establecer las causas y obtener conclusiones acerca de las posibles consecuencias, proyectadas en el tiempo.

9.2.1. Análisis Vertical

Este se realiza para determinar la composición porcentual de cada uno de los rubros que conforman el Estado de Resultados y Balance General de la empresa a valorar.

9.2.1.1. Análisis vertical del estado de resultados

AGENCIA DE ADUANAS SUDECO S.A.						
ANÁLISIS VERTICAL DEL ESTADO DE RESULTADO AÑOS 2011 A 2013						
(En miles de pesos)						
	2011	%	2012	%	2013	%
INGRESOS POR SERVICIOS	3.771.075	100,00%	3.819.089	100,00%	4.300.624	100,00%
DEVOLUCIONES EN VENTAS	26.760	0,71%	28.404	0,74%	46.115	1,07%
UTILIDAD BRUTA	3.744.315	99,29%	3.790.685	99,26%	4.254.509	98,93%
GASTOS ADMON	3.286.820	87,16%	3.182.762	83,34%	3.656.696	85,03%
UTILIDAD OPERACIONAL	457.495	12,13%	607.923	15,92%	597.813	13,90%
OTROS INGRESOS	489.277	12,97%	228.576	5,99%	285.344	6,63%
OTROS GASTOS	313.121	8,30%	320.140	8,38%	355.684	8,27%
UTILIDAD O PERDIDA ANTES DE AXI	633.653	16,80%	516.359	13,52%	527.473	12,27%
CREE					66.698	1,55%
PROVISION IMPUESTO RENTA	242.675	6,44%	214.054	5,60%	186.770	4,34%
UTILIDAD O PERDIDA NETA	390.978	10,37%	302.305	7,92%	274.005	6,37%

Lo primero que se debe señalar es el hecho de que la empresa SUDECO S.A. no presenta costos del servicio, dado que la empresa como tal no genera costos en la prestación del servicio sino que este lo asume el cliente, es decir, tales costos están incluidos en la facturación realizada a tales clientes.

Los gastos operativos son los más representativos del total de los ingresos, promediando los tres años de análisis a 85,17%. Esto quiere decir que este rubro es el más crítico, y por tanto, es el que más debe ser analizado para tratar de optimizarlo. El resto de la parte porcentual de los ingresos se reparte entre los otros ingresos y otros gastos; los primeros representan en promedio el 8,53% para los tres años, y los segundos el 8,32%, también en promedio para los tres años.

La utilidad operativa, que es realmente la que mide la capacidad de la empresa para generar rendimientos favorables a partir del desarrollo de su objeto social, representa en promedio el 13,98%, lo que comparado con otras empresas del

sector demuestra un equilibrio operativo, aunque es recomendable pensar en estrategias para mejorar dicho indicador.

9.2.1.2. Análisis vertical del balance general

AGENCIA DE ADUANAS SUDECO S.A.						
ANÁLISIS VERTICAL DEL BALANCE GENERAL						
(En miles de pesos)						
	<u>2011</u>	%	<u>2012</u>	%	<u>2013</u>	%
ACTIVOS						
DISPONIBLE	617.930	13,34%	813.052	13,54%	235.587	4,19%
INVERSIONES	48.314	1,04%	230.785	3,84%	75.831	1,35%
DEUDORES CLIENTES	1.026.488	22,16%	847.219	14,11%	931.428	16,56%
DEUDORES IMPUESTO	415.658	8,97%	347.912	5,79%	521.208	9,26%
ANTICIPODS Y AVANCES	33.162	0,72%	4.192	0,07%	292.610	5,20%
DEPOSITOS POR RECAUDAR	-		-		-	
OTROS DEUDORES	725.183	15,66%	1.150.783	19,16%	687.949	12,23%
GASTOS DIFERIDOS	1.827	0,04%	3.094	0,05%	3.440	0,06%
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	2.868.562	61,93%	3.397.037	56,57%	2.748.053	48,85%
PROPIEDADES, PLANTA T EQUIPO	1.768.934	38,19%	1.786.921	29,75%	1.903.244	33,83%
DEPRECIACION	(574.753)	-12,41%	(614.454)	-10,23%	(719.262)	-12,79%
TOTAL PROPIEDAD ,PLANTA Y EQUIPO	1.194.181	25,78%	1.172.467	19,52%	1.183.982	21,05%
OTROS ACTIVOS						
DERECHOS INTANGIBLES	-		46.500	0,77%	-	
CARGOS DIFERIDOS	-		-		-	
VALORIZACIONES	569.360	12,29%	1.389.536	23,14%	1.693.526	30,10%
TOTAL OTROS ACTIVOS	569.360	12,29%	1.436.036	23,91%	1.693.526	30,10%
TOTAL ACTIVOS	4.632.103	100,00%	6.005.540	100,00%	5.625.561	100,00%
PASIVOS						
PASIVO CORRIENTE						
OBLIGACIONES FINANCIERAS	18.433	0,40%	43.309	0,72%	129.072	2,29%
PROVEEDORES	2.614	0,06%	-		-	

CUENTAS POR PAGAR	693.506	14,97%	541.653	9,02%	792.796	14,09%
IMPUESTOS, GRAVAMENES Y TASAS	157.473	3,40%	358.310	5,97%	387.149	6,88%
ACREEDORES VARIOS	900.690	19,44%	1.352.965	22,53%	665.640	11,83%
OBLIGACIONES LABORALES	112.571	2,43%	143.489	2,39%	137.771	2,45%
PASIVOS ESTIMADOS Y PROV	242.675	5,24%	-		-	
DEPOSITOS POR PAGAR	-		-		-	
TOTAL PASIVO CORRIENTE	2.127.962	45,94%	2.439.726	40,62%	2.112.428	37,55%
PASIVO A LARGO PLAZO						
OBLIGACIONES FINANCIERAS	183.333	3,96%	122.526	2,04%	477.221	8,48%
OBLIGACIONES LABORALES	-		-		-	
TOTAL PASIVO A LARGO PLAZO	183.333	3,96%	122.526	2,04%	477.221	8,48%
TOTAL PASIVO	2.311.295	49,90%	2.562.252	42,66%	2.589.649	46,03%
PATRIMONIO						
CAPITAL SOCIAL	392.000	8,46%	392.000	6,53%	392.000	6,97%
RESELVA LEGAL	134.667	2,91%	94.281	1,57%	94.281	1,68%
RESELVA LEGAL NO GR	-		79.483	1,32%	109.714	1,95%
REVALORIZACION PATRIMONIO	284.433	6,14%	284.433	4,74%	284.433	5,06%
RESULTADOS EJERCICIOS	390.978	8,44%	302.305	5,03%	274.005	4,87%
RESULTADOS DE EJERCICIOS ANT.	549.369	11,86%	185.899	3,10%	185.899	3,30%
RESULTADOS DE EJERCICIOS ANT. NO GR	-		715.350	11,91%	2.054	0,04%
VALORIZACIONES	569.360	12,29%	1.389.536	23,14%	1.693.526	30,10%
TOTAL PATRIMONIO	2.320.807	50,10%	3.443.287	57,34%	3.035.912	53,97%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	4.632.102	100,00%	6.005.539	100,00%	5.625.561	100,00%

El análisis vertical del balance general demuestra una concentración del activo total en el activo corriente (55,78%), producto de la operación del ente, que es un empresa de servicios, por lo cual no requiere grandes inversiones en activos fijos. Pero es de recalcar que la concentración del activo corriente está en el grupo de los deudores, que representa en promedio para los tres años analizados el 43,30%, por lo cual la gerencia de SUDECO S.A. debe atender con más especificidad tales cuentas por cobrar.

En cuanto al análisis de las fuentes de financiamiento, los pasivos corrientes representan en promedio el 41,37% del total de las mismas. Hasta aquí es razonable tal situación, teniendo en cuenta el Principio de Conformidad Financiera. Los pasivos de largo plazo no son tan representativos, por lo cual el grueso de las fuentes de financiamiento está en el patrimonio (fuente interna), que es más costosa pero que al mismo tiempo genera menor riesgo financiero para SUDEDO S.A.; además, la estructura financiera es una decisión meramente de los propietarios, lo que demuestra su aversión al riesgo.

9.2.2.1. Análisis horizontal del estado de resultados

AGENCIA DE ADUANAS SUDECO S.A.						
ANÁLISIS HORIZONTAL DEL ESTADO DE RESULTADO AÑOS 2011 A 2013						
(En miles de pesos)						
	2011	2012	%	2012	2013	%
INGRESOS POR SERVICIOS	3.771.075	3.819.089	1,27%	3.819.089	4.300.624	12,61%
DEVOLUCIONES EN VENTAS	26.760	28.404	6,14%	28.404	46.115	62,35%
UTILIDAD BRUTA	3.744.315	3.790.685	1,24%	3.790.685	4.254.509	12,24%
GASTOS ADMON	3.286.820	3.182.762	-3,17%	3.182.762	3.656.696	14,89%
UTILIDAD OPERACIONAL	457.495	607.923	32,88%	607.923	597.813	-1,66%
OTROS INGRESOS	489.277	228.576	-53,28%	228.576	285.344	24,84%
OTROS GASTOS	313.121	320.140	2,24%	320.140	355.684	11,10%
UTILIDAD O PERDIDA ANTES DE AXI	633.653	516.359	-18,51%	516.359	527.473	2,15%
CREE					66.698	
PROVISION IMPUESTO RENTA	242.675	214.054	-11,79%	214.054	186.770	-12,75%
UTILIDAD O PERDIDA NETA	390.978	302.305	-22,68%	302.305	274.005	-9,36%

El análisis horizontal demuestra un crecimiento de los ingresos favorable para el último año analizado, al tener un incremento del 12,61% frente a un 1,27% en el año inmediatamente anterior. Este indicador es relevante a la hora de hacer las proyecciones de los ingresos del periodo relevante del ejercicio de valoración. Pero este resultado contrasta con la utilidad operacional que en el periodo 2011-

2012 tiene un crecimiento del 32,88%, pero para el periodo siguiente presenta un decremento del 1,66%, lo cual es resultado de un incremento del 14,89% de los gastos de administración.

Es de recalcar la baja en la utilidad neta, que fue producto, para el periodo 2011-2012, de unos mayores gastos no operativos y un decremento en los ingresos no operativos; para el periodo siguiente, la baja obedece a mayores impuestos provisionados como consecuencia de una mayor tasa de impuestos (25% por impuesto de renta y 9% por CREE).

9.2.2.2. Análisis horizontal del balance general

AGENCIA DE ADUANAS SUDECO S.A.						
ANÁLISIS HORIZONTAL DEL BALANCE GENERAL						
(En miles de pesos)						
	<u>2011</u>	<u>2012</u>	%	<u>2012</u>	<u>2013</u>	%
ACTIVOS						
DISPONIBLE	617.930	813.052	31,58%	813.052	235.587	-71,02%
INVERSIONES	48.314	230.785	377,68%	230.785	75.831	-67,14%
DEUDORES CLIENTES	1.026.488	847.219	-17,46%	847.219	931.428	9,94%
DEUDORES IMPUESTO	415.658	347.912	-16,30%	347.912	521.208	49,81%
ANTICIPODS Y AVANCES	33.162	4.192	-87,36%	4.192	292.610	6880,20%
DEPOSITOS POR RECAUDAR	-	-		-	-	
OTROS DEUDORES	725.183	1.150.783	58,69%	1.150.783	687.949	-40,22%
GASTOS DIFERIDOS	1.827	3.094	69,35%	3.094	3.440	11,18%
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	2.868.562	3.397.037	18,42%	3.397.037	2.748.053	-19,10%
PROPIEDADES, PLANTA T EQUIPO	1.768.934	1.786.921	1,02%	1.786.921	1.903.244	6,51%
DEPRECIACION	(574.753)	(614.454)	6,91%	(614.454)	(719.262)	17,06%
TOTAL PROPIEDAD ,PLANTA Y EQUIPO	1.194.181	1.172.467	-1,82%	1.172.467	1.183.982	0,98%
OTROS ACTIVOS						
DERECHOS INTANGIBLES	-	46.500		46.500	-	-100,00%
CARGOS DIFERIDOS	-	-		-	-	
VALORIZACIONES	569.360	1.389.536	144,05%	1.389.536	1.693.526	21,88%
TOTAL OTROS ACTIVOS	569.360	1.436.036	152,22%	1.436.036	1.693.526	17,93%
TOTAL ACTIVOS	4.632.103	6.005.540	29,65%	6.005.540	5.625.561	-6,33%
PASIVOS						

PASIVO CORRIENTE						
OBLIGACIONES FINANCIERAS	18.433	43.309	134,95%	43.309	129.072	198,03%
PROVEEDORES	2.614	-	-100,00%	-	-	
CUENTAS POR PAGAR	693.506	541.653	-21,90%	541.653	792.796	46,37%
IMPUESTOS, GRAVAMENES Y TASAS	157.473	358.310	127,54%	358.310	387.149	8,05%
ACREEDORES VARIOS	900.690	1.352.965	50,21%	1.352.965	665.640	-50,80%
OBLIGACIONES LABORALES	112.571	143.489	27,47%	143.489	137.771	-3,98%
PASIVOS ESTIMADOS Y PROV	242.675	-	-100,00%	-	-	
DEPOSITOS POR PAGAR	-	-		-	-	
TOTAL PASIVO CORRIENTE	2.127.962	2.439.726	14,65%	2.439.726	2.112.428	-13,42%
PASIVO A LARGO PLAZO						
OBLIGACIONES FINANCIERAS	183.333	122.526	-33,17%	122.526	477.221	289,49%
OBLIGACIONES LABORALES	-	-		-	-	
TOTAL PASIVO A LARGO PLAZO	183.333	122.526	-33,17%	122.526	477.221	289,49%
TOTAL PASIVO	2.311.295	2.562.252	10,86%	2.562.252	2.589.649	1,07%
PATRIMONIO						
CAPITAL SOCIAL	392.000	392.000	0,00%	392.000	392.000	0,00%
RESELVA LEGAL	134.667	94.281	-29,99%	94.281	94.281	0,00%
RESELVA LEGAL NO GR	-	79.483		79.483	109.714	38,03%
REVALORIZACION PATRIMONIO	284.433	284.433	0,00%	284.433	284.433	0,00%
RESULTADOS EJERCICIOS	390.978	302.305	-22,68%	302.305	274.005	-9,36%
RESULTADOS DE EJERCICIOS ANT.	549.369	185.899	-66,16%	185.899	185.899	0,00%
RESULTADOS DE EJERCICIOS ANT. NO GR	-	715.350		715.350	2.054	-99,71%
VALORIZACIONES	569.360	1.389.536	144,05%	1.389.536	1.693.526	21,88%
TOTAL PATRIMONIO	2.320.807	3.443.287	48,37%	3.443.287	3.035.912	-11,83%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	4.632.102	6.005.539	29,65%	6.005.539	5.625.561	-6,33%

El análisis horizontal demuestra un aumento de los activos del 11,66%, aunque el total de inversiones registró un decremento del 6,33% para el último periodo analizado (2012-2013). Esto se debe a un desinversión en títulos de corto plazo y un menor nivel de dinero en cuentas bancarias y efectivo, así como a una recuperación de las cuentas por cobrar de la categoría otros deudores. Es recalcar que el señalado aumento en los activos también tiene un componente de valorizaciones (21,88%).

Con respecto a las fuentes de financiamiento, las internas son las que tienen un mayor crecimiento, al tener un incremento promedio de 18,27% para los tres años

analizados, mientras las externas tienen un crecimiento promedio de 5,96%. Esta tendencia confirma los resultados del análisis vertical, que representan una concentración de las fuentes de financiamiento internas en contra de las fuentes externas.

10. CARACTERIZACIÓN DEL ENTORNO ECONÓMICO DE SUDECO S.A.

Toda empresa se desarrolla dentro de un entorno que lo afecta y que está en permanente cambio. Su correcto análisis será una pieza clave para construir una buena estrategia para cada negocio. El análisis del entorno, consiste en identificar y evaluar el efecto que una serie de variables externas a la empresa, tienen o pueden tener sobre sus resultados. Asimismo, este análisis pretende ayudar a buscar formas en que la empresa puede afectar e incidir en su propio entorno competitivo de manera de crear condiciones favorables para su negocio.

Es importante considerar que un correcto análisis del entorno se realiza para cada uno de los negocios de la empresa, ya que el entorno relevante será función de las características propias de cada uno de ellos. Existen dos tipos de entornos: el remoto y el cercano, cada uno de ellos incide en el resultado que finalmente logre cada negocio.

10.1. Análisis de los elementos económicos del entorno remoto

El Entorno Remoto está compuesto por factores externos a la empresa, que inciden en el resultado del negocio, pero que la empresa por sí misma difícilmente puede afectar. Esto último, no significa que las empresas no puedan afectarlo, sino que hacerlo requiere de actuaciones creativas e innovadoras, o bien de la actuación de empresas agrupadas en organizaciones con la suficiente capacidad de incidir especialmente en variables del marco regulatorio que afectan al negocio todas ellas en su conjunto.

Los elementos que afectan el entorno remoto son diversos y variados, pero para el presente trabajo se analizaron los siguientes:

Los aspectos económicos son variables que inciden en el resultado del negocio. Entre ellas encontramos variables como indicadores macroeconómicos (tasa de

interés, inflación, tipo de cambio, etc.), políticas comerciales, acuerdos de libre comercio, organismos regulatorios, etc.

Para este análisis se tomó como referente el Primer informe logístico sobre las exportaciones colombianas de los años 2011 y 2012 realizado por Federación Colombiana de Agentes Logísticos en Comercio Internacional en noviembre de 2013. En este se muestran los siguientes datos:

Para el 2011, las exportaciones mundiales sumaron 17.816.372 millones de dólares y en el 2012 correspondieron a 18.323.000 millones de dólares, lo que representó un incremento del 2,84%, aunque el crecimiento no fue tan relevante como en años anteriores, como por ejemplo comparándolo con la variación entre 2011 y 2010 que fue del 19,97%; esta situación es entendible teniendo en cuenta que la crisis económica de Estados Unidos y Europa y la desaceleración de China han afectado el comercio mundial, destacando que su participación en las exportaciones en el 2012 fue de 31,61% para la Unión Europea, 11,18% para China y 8,44% para Estados Unidos.

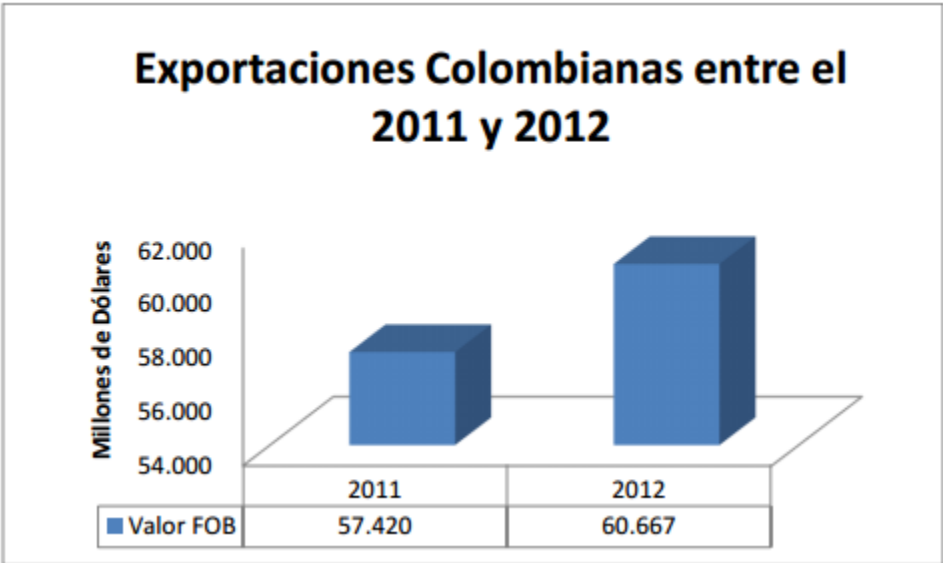
Actualmente Colombia participa con el 0,33% de las exportaciones mundiales. El país cuenta con trece acuerdos comerciales que van desde bilaterales hasta multilaterales, entre los que se encuentran Acuerdos de Alcance Parcial y Tratados de Libre Comercio; está en proceso de suscripción con tres países y tiene cuatro negociaciones en curso. El dinamismo en las políticas comerciales colombianas ha hecho que se incrementen las exportaciones e importaciones en los últimos años.

Tomando como base el año 2000, las exportaciones al 2012 se han incrementado en 358%, pasando de 13.158 millones de dólares a 60.667 millones de dólares; en cuanto a las importaciones el crecimiento fue de 394%, pasando de 11.757 millones de dólares a 58.088 millones de dólares. Esto no sólo corresponde a un incremento en volumen, sino además en los precios externos de las materias primas que produce Colombia y exporta, entre ellas el petróleo (este producto

concentra un poco más de la mitad de las ventas al exterior colombianas), cuyo precio promedio en el 2000 fue 30,382 dólares y en el 2012 fue 94,05 dólares lo que indica un incremento del 210%.

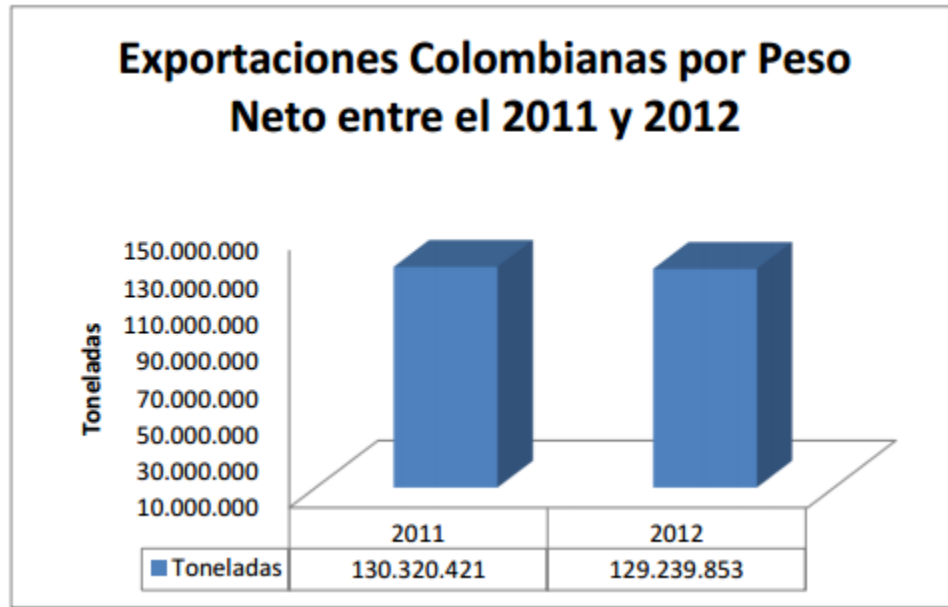
Las exportaciones colombianas en el año 2011 fueron 57.420 millones de dólares y para el año 2012 sumaron 60.667 millones de dólares, lo que indico un incremento de 5,65% en este período de tiempo; sin embargo, las exportaciones por peso neto registraron un movimiento contrario; debido a un descenso de 0,83%, pasaron de 130.320.421 toneladas en el 2011 a 129.239.853 toneladas en el 2012, es decir, que las ventas al exterior colombianas no aumentaron en cantidad, sino por el contrario tuvieron una corta desaceleración y el aumento por valor puede estar influenciado por algunos precios externos de materias primas que produce y exporta Colombia.

Gráfico 1. Exportaciones colombianas 2011-2012



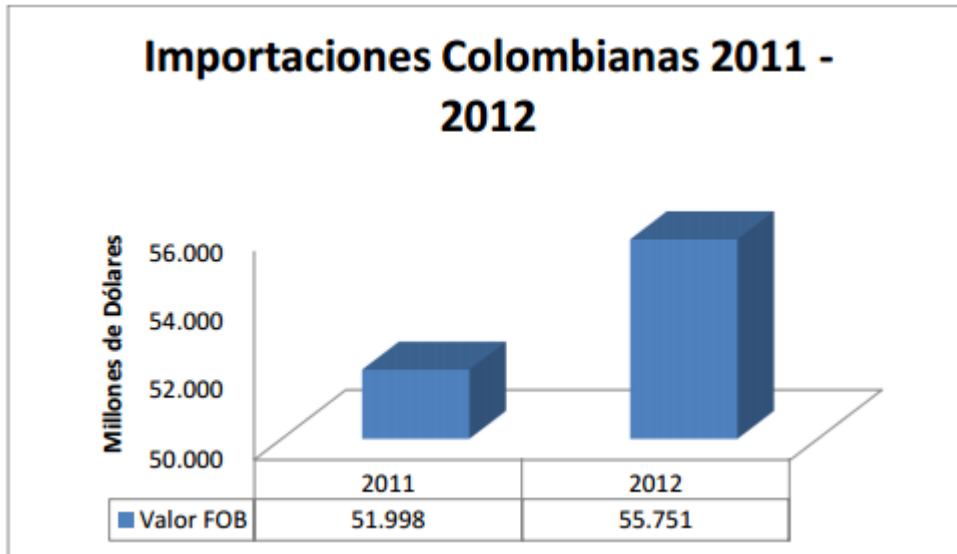
Fuente: DIAN – Cálculos: FITAC

Gráfico 2. Exportaciones colombianas por peso neto 2011-2012



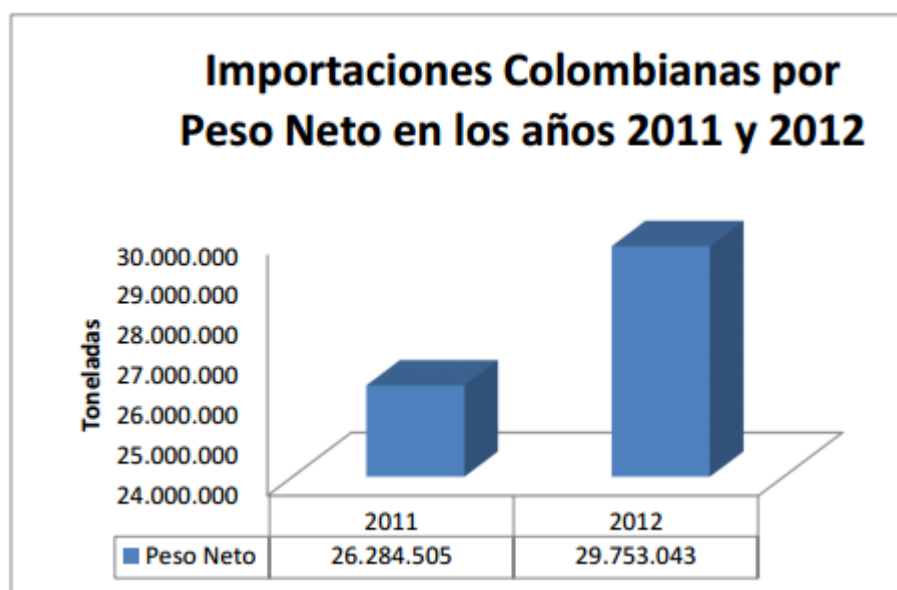
Fuente: DIAN – Cálculos: FITAC

Gráfico 3. Importaciones colombianas 2011-2012



Fuente: DIAN – Cálculos: FITAC

Gráfico 4. Importaciones colombianas por peso neto 2011-2012



Fuente: DIAN – Cálculos: FITAC

El sector logístico tuvo un comportamiento inferior al PIB nacional total con relación a la variación entre un año y el anterior, durante el periodo comprendido desde 2005 al 2011 (Ver tabla 3), solo el año 2006 tuvo un comportamiento superior al PIB al crecer 1.56% por encima de la variación del PIB, sin embargo, el comportamiento del sector ha tenido un crecimiento positivo y solo en el 2009 mostro una disminución en 2,11% (Ver gráfico 5).

Tabla 3. Participación del sector logístico en el PIB nacional

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011p
PIB Total	340,156	383,898	431,072	480,087	504,647	544,924	621,615
Variación		12.86%	12.29%	11.37%	5.12%	7.98%	14.07%
Variación con base al 2005		12.86%	26.73%	41.14%	48.36%	60.20%	82.74%
PIB por Sector Logístico	2,067	2,365	2,648	2,752	2,694	2,711	2,925
Participación	0.61%	0.62%	0.61%	0.57%	0.53%	0.50%	0.47%
Variación		14.42%	11.97%	3.93%	-2.11%	0.63%	7.89%
Variación con base al 2005		14.42%	28.11%	33.14%	30.33%	31.16%	41.51%

Fuente: DIAN – Cálculos: FITAC

Gráfico 5. Aporte del sector logístico del PIB entre 2005 y 2011



Fuente: DIAN – Cálculos: FITAC

Las declaraciones de importación pueden ser presentadas principalmente por agencias de aduanas, usuarios aduaneros permanentes (UAP) y los usuarios altamente exportadores (ALTEX); en este sentido, en el año 2011 hubo 2.700.658 declaraciones, de las cuales, las agencias de aduana tramitaron 1.995.924 declaraciones (73,91%); los usuarios aduaneros permanentes 269.017 declaraciones (9,96%), los usuarios altamente exportadores 909 declaraciones (0,03%) y otros 434.808 declaraciones (16,10%) (Ver tabla 4 y gráfico 6).

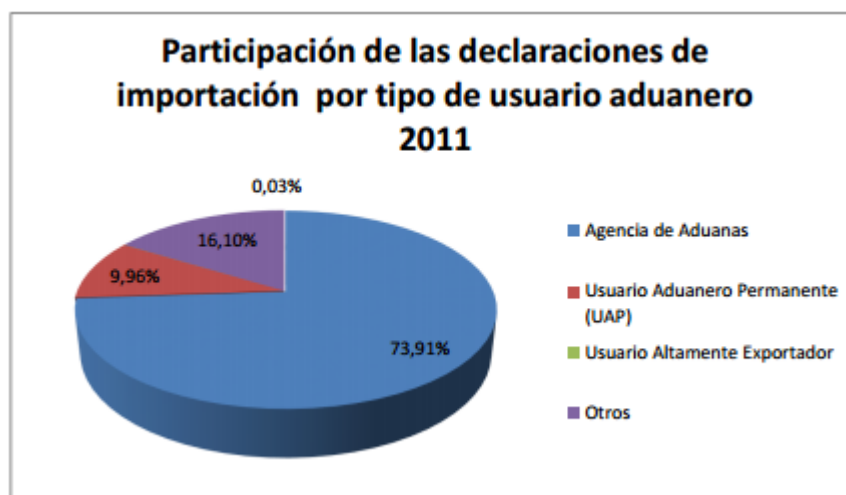
Tabla 4. Declaraciones de importación por tipo de usuario aduanero 2011

2011				
Tipo de Usuario Aduanero	Número de Declaraciones	Participación	Valor CIF*	Participación
Agencia de Aduanas	1.995.924	73,91%	43.948	80,37%
Usuario Aduanero Permanente (UAP)	269.017	9,96%	5.169	9,45%
Usuario Altamente Exportador (ALTEX)	909	0,03%	40	0,07%
Otros	434.808	16,10%	5.528	10,11%
Total	2.700.658	100%	54.685	100%

* Millones de Dolares

Fuente: DIAN – Cálculos: FITAC

Gráfico 6. Participación de las declaraciones de importación por tipo de usuario aduanero 2011



Fuente: DIAN – Cálculos: FITAC

Para el período comprendido entre enero a junio de 2012, se habían presentado 1'374.295 declaraciones, las cuales tuvieron la siguiente distribución: agencias de aduana 1'016.167 declaraciones (73,94%); usuarios aduaneros permanentes 140.389 declaraciones (10,22%); usuarios altamente exportadores 411 declaraciones (0,03%) y otros 217.328 declaraciones (15,81%) (Ver tabla 5 y gráfico 7).

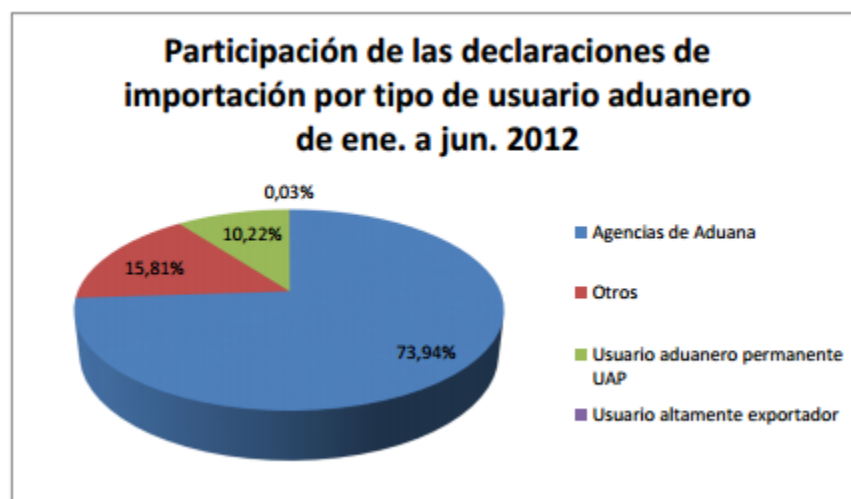
Tabla 5. Declaraciones de importación por tipo de usuario aduanero 2012

Enero - Junio 2012				
Tipo de usuario aduanero	Número de declaraciones	Participación	Valor FOB*	Participación
Agencias de Aduana	1.016.167	73,94%	22.411	81,70%
Otros	217.328	15,81%	2.697	9,83%
Usuario aduanero permanente (UAP)	140.389	10,22%	2.313	8,43%
Usuario altamente exportador (ALTEX)	411	0,03%	10	0,04%
Total	1.374.295	100%	27.431	100%

* Millones de dólares

Fuente: DIAN – Cálculos: FITAC

Gráfico 7. Participación de las declaraciones de importación por tipo de usuario aduanero enero a junio de 2012



Fuente: DIAN – Cálculos: FITAC

El análisis del entorno remoto relacionado con el sector económico en el cual se encuentra inmersa la empresa demuestra un potencial de crecimiento, tanto por las cifras de operaciones de importación-exportación en los últimos años, así como la participación de las agencias de aduanas en tales actividades.

10.2. Análisis de los elementos económicos del entorno cercano

El Entorno Cercano está compuesto por factores externos a la empresa, que inciden en el resultado del negocio, y que la empresa por sí misma, a través de sus acciones y decisiones también puede afectar.

En Cartagena, existen 29 agencias de aduanas, lo cual es un indicador de la oferta permanente que existe para las empresas o personas naturales que requieran servicios aduaneros. A pesar de ello, la aduana de Cartagena fue la más importante del país en el año 2013, tramitando el 60% del valor total de la mercancía que salió de Colombia, superando a los puertos de Santa Marta y Buenaventura (Cámara de Comercio de Bolívar, 2014).

Estos datos demuestran que a pesar de la gran oferta de servicios aduaneros en Cartagena, el sector, en los últimos años, ha crecido en número de operaciones y en pesos, lo cual convierte a la ciudad en un motor de crecimiento para todo el sector aduanero colombiano.

Las empresas más exportadoras de Bolívar en el año 2013 fueron: La Refinería de Cartagena, Propilco, Mexichem Resinas Colombia, Bull Petroleum y Américas Styrenics de Colombia; mientras que los productos más vendidos fueron: Gasoils, fueloils, gasolina sin tetraetilo de plomo y aceites crudos de petróleo o de mineral bituminoso (Cámara de Comercio de Bolívar, 2014).

Estos datos evidencian que empresas de gran tamaño y operación hacen presencia en Cartagena, lo cual es una oportunidad inmejorable para los entes que prestan servicios de aduanas. Además, las sociedades portuarias de la ciudad también han contribuido a la competitividad del sector, gracias a su dinamismo y bajos accidentes laborales (Cámara de Comercio de Bolívar, 2014). Las que hacen presencia en la ciudad son:

- Sociedad portuaria regional de Cartagena

- Sociedad portuaria puerto Mamonal
- Sociedad portuaria el Dique
- CONTECAR
- Muelles del bosque

Por otro lado, las exportaciones no tradicionales del departamento de Bolívar a Estados Unidos, excluyendo la Refinería de Cartagena, aumentaron en un 105% en los primeros 18 meses de vigencia del tratado de libre comercio – TLC, si se le compara con los 18 meses anteriores cuando aún no se había puesto en marcha dicho acuerdo. Bolívar pasó de exportar US\$262 millones en productos no tradicionales (excluyendo la Refinería de Cartagena) a Estados Unidos cuando aún no había TLC, a venderles US\$537 millones entre mayo 15 de 2012 (inicio TLC) y Noviembre 15 de 2013. En total ha sido alrededor de 50 nuevos productos que se han exportado a Estados Unidos en 18 meses de TLC (Cámara de Comercio de Bolívar, 2014).

Estos productos no tradicionales como partes de turbinas para gas, partes de compresores, plásticos, sopas y caldos preparados, entre otros, representan una gran oportunidad para las empresas nacionales, principalmente para aquellas asentadas en las zonas francas, que siguen en aumento en la ciudad.

Todos estos datos confirman el gran momento del sector aduanero del país, y para Cartagena, que recientemente fue sede del XII Simposio Internacional Marítimo, Portuario y Aduanero, que se celebró el 10 y 11 de septiembre de 2014 en las instalaciones de la Escuela Naval Almirante Padilla de Cartagena. El evento contó con expertos nacionales e internacionales, en lo que han denominado “Cartagena operador logístico hacia el mundo”. Algunos de los países invitados son Chile, Ecuador y Uruguay, quienes son aliados para el desarrollo del poder marítimo y el comercio exterior (El Universal de Cartagena, 2014).

Este evento en la ciudad, más datos del auge del sector aduanero, es evidencia suficiente para demostrar el comportamiento estable del mismo, y poder hacer las estimaciones pertinentes para proyectar el flujo de caja libre.

11. VALORACIÓN ECONÓMICA DE SUDECO S.A. POR EL MÉTODO DEL FLUJO DE CAJA LIBRE

En este apartado se llevará a cabo la valoración económica de la empresa SUDECO S.A., utilizando el método del flujo de caja libre, que consiste en la proyección de los flujos de fondos de la empresa, con base en características del sector y de la empresa objeto de estudio, tanto económicas, como sociales, financieras, políticas y ambientales. Asimismo, la gestión estratégica de la empresa también será un factor elemental para tales proyecciones.

Todo proceso de valoración económica de una empresa se basa en datos proyectados y supuestos de proyección, que simulan el comportamiento futuro que tendrá la organización, por lo cual este proceso constituye una aproximación racional al valor real de la empresa (Vergara y Guerrero, 2012).

El Método del Flujo de Caja Libre Descontado es el más utilizado para valorar empresas, dada su sencillez y porque permite evaluar la capacidad de los entes de generar flujos de efectivo (León, 2003).

Para la valoración por Flujo de Caja Libre Descontado (FCLD) de una empresa se requiere proyectar el desempeño de ella, para lo cual se construye un modelo que permita simular los estados financieros futuros utilizando supuestos de proyección para las principales variables que los afectan. Luego se calcula el Flujo de Caja Libre operacional anual y éste se descuenta a valor presente utilizando una tasa (WACC) que tenga en cuenta el costo del dinero en el tiempo y el riesgo específico del mercado donde se ubica la empresa. El valor presente de estos flujos de caja futuros proyectados se conoce como el valor operacional (Enterprise Value), el cual se acepta que es el valor de los activos operacionales entendidos como un conjunto armónico e inseparable (Pérez y Muñoz, 2008).

Las proyecciones financieras se deben hacer en términos corrientes teniendo en cuenta que los datos de que dispone el evaluador son los precios corrientes, tasas de interés corrientes y series históricas de los diferentes indicadores económicos (Meza, citado por Vergara y Guerrero, 2012).

Para el ejercicio de valoración de SUDECO S.A. se utilizó como guía los libros de los profesores Oscar León García y Héctor Ortiz Anaya, como ejes teóricos y conceptuales, y la proyección de los flujos, así como los descuentos de los mismos con el costo promedio ponderado de capital, se realizaron con base en el modelo de valoración de la Banca de Inversión de Bancolombia, el cual supone que en primera instancia de deben establecer las consideraciones de la proyección. Luego, en base a proyecciones macroeconómicas objetivas, y las estimaciones internas de las directivas de la empresa a valorar, se procede a la proyección del flujo de caja libre, para finalmente descontar dichos flujos a una tasa que se ajustes a las condiciones del sector y, específicamente, de la empresa.

11.1. Consideraciones en la proyección

Según el profesor Oscar León García, los supuestos de proyección se basan en datos objetivos calculados por instituciones serias, supuestos que son aceptados dentro de la teoría de la valoración de empresas.

Las consideraciones son las siguientes:

11.1.1. Periodo relevante

El periodo relevante *es el lapso para el cual el flujo de caja libre puede ser calculado de manera que las diferentes cifras que lo conforman sean explicables y defendibles*. El periodo relevante está asociado con el *Escenario Macroeconómico*

y con el *Plan de Desarrollo de la Empresa* (García, 2003). Para el presente ejercicio, el periodo relevante será de cinco (5) años, es decir, entre 2014 y 2018.

11.1.2. Escenario macroeconómico

Muestra las expectativas con respecto a las principales variables de la economía que afectan los resultados de la empresa como la inflación, crecimiento del Producto Interno Bruto – PIB, tasa de interés, DTF¹, entre otras.

11.1.3. Crecimiento de las ventas y gastos

Como lo indica el profesor León (2003), el porcentaje de crecimiento anual de las ventas debe realizarse siguiendo el plan estratégico de la empresa, o a falta de este, usar un método que consiste en estimar dicho crecimiento combinando en una ecuación la inflación anual proyectada y el crecimiento anual del PIB. La fórmula es la siguiente:

$$\text{Crecimiento Esperado en ventas} = (1 + f)(1 + \Delta\text{PIB}) - 1$$

Donde,

f es la inflación

PIB es el producto interno bruto

Por otro lado, dadas las características de la empresa, que no genera costos de operación en la medida que los mismos son asumidos por los propietarios de los bienes y servicios a nacionalizarse o exportarse. Pero la prestación del servicio genera gastos, que están relacionados con los ingresos de forma proporcional, de tal manera que si el servicio se presta, inmediatamente se generan los gastos.

¹ La DTF es una tasa de interés calculada como un promedio ponderado semanal por monto, de las tasas promedio de captación diarias de los CDT's a 90 días, pagadas por los bancos, corporaciones financieras, de ahorro y vivienda y compañías de financiamiento comercial, en general por el sistema financiero. La DTF es calculada por el Banco de la República con la información provista por la Superintendencia Financiera hasta el día anterior (Banco de la República, 2013).

11.1.4. Periodo de Perpetuidad

El periodo a perpetuidad comienza al año siguiente del último año del periodo relevante, y considera la posibilidad de que los flujos de caja libre continúan creciendo a un ritmo constante a perpetuidad, que generalmente se establece como la combinación de la inflación y el crecimiento de Producto Interno Bruto esperados en el largo plazo. Significa que al finalizar el periodo relevante se proyecta un año más que sería el primero de perpetuidad y sirve como base para establecer los siguientes flujos de caja libre de acuerdo con la expectativa de crecimiento (León, 2003).

Para este ejercicio de valoración el primer año del periodo a perpetuidad es el 2019.

11.1.5. Proyección de ingresos y gastos no operacionales

Para la proyección de los ingresos no operacionales se siguió el procedimiento que se detalla a continuación:

- Primero, se calculó el promedio del margen de ingresos no operacionales de los últimos tres (3) años, que se obtiene al dividir los ingresos no operacionales de cada año entre los ingresos del respectivo periodo.
- Segundo, y como paso final, se multiplicó el ingreso de cada año proyectado (2014 a 2019) por el promedio del margen de ingresos no operacionales, obteniendo la proyección por año de tales cifras.

Para la proyección de los gastos no operacionales se siguió el mismo procedimiento.

11.1.6. Inversión en activos fijos

Según el análisis realizado al cuadro de control de los activos fijos de la empresa, en el año 2015 se depreciará complemente varios activos menores, como equipos de cómputo, impresoras, teléfonos, entre otros. Tal inversión será de 15 millones de pesos.

Asimismo, en el año siguiente se estima la adquisición de un vehículo, dado que los actuales ya presentan un serio deterioro. La inversión se estima en 84 millones de pesos. Finalmente, para el año 2017, la empresa estima el cambio de una de las motos, que ya cumplió su ciclo, por una cero kilómetros; además de otros activos menores entre los cuales están cuatro (4) aires acondicionados. La suma total se estima en 25 millones de pesos.

11.1.7. Inversión en capital de trabajo

La inversión en capital de trabajo anual se obtuvo de la siguiente operación:

- Se realizó la proyección de las partidas del lado izquierdo del balance general que hacen parte del capital de trabajo, es decir, aquellas del activo corriente. Tal proyección se efectuó dividiendo los días de ventas netas entre 365 (días del año) y el resultado se multiplica por las ventas proyectadas del respectivo periodo. Los días de ventas netas se obtienen dividiendo el saldo histórico (2011 – 2013) de cada cuenta del activo corriente entre los ingresos del respectivo año, y finalmente multiplicando por 365 (días del año).
- Se realizó la proyección de las partidas del lado derecho del balance general que hacen parte del capital de trabajo, es decir, aquellas del pasivo corriente, lo cual se hizo calculando el promedio anual de los saldos históricos de dichas cuentas, cuyo resultado es considerado ideal para la proyección de tales partidas.

- Finalmente, la estimación proyectada de las inversiones necesarias en capital de trabajo se calculó restando el total del activo corriente proyectado menos el total del pasivo corriente proyectado.

11.2. Ejercicio de valoración de SUDECO S.A.

A continuación se presentan los cálculos de las estimaciones y proyecciones necesarios para realizar llegar a un valor económico objetivo de la empresa SUDECO S.A. Para tal efecto, se utilizó el modelo de valoración de la Banca de Inversión Bancolombia, que lo ha dispuesto como una herramienta eficiente e integral para los ejercicios de valoración económica de cualquier tipo de entes, sin importar su tipo, tamaño, denominación social y/o sector de operación.

MODELO DE VALORACIÓN



INFORMACION GENERAL

NOMBRE DE LA EMPRESA:	SUDECO S.A.
FECHA VALORACIÓN:	ene-14
PRIMER AÑO PROYECTADO:	2014
CIFRAS EN:	MILLONES DE PESOS
FLUJO DE CAJA LIBRE:	SE ASUME EN DICIEMBRE DE CADA AÑO

ESTADO DE RESULTADOS

SUDECO S.A.

CIFRAS EN MILLONES DE PESOS

	2011	2012	2013	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
Ventas Netas	3.744,3	3.790,7	4.254,5	4.589,0	4.949,9	5.339,1	5.758,9	6.211,7	6.700,2
Costo de Ventas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Utilidad Bruta	3.744,3	3.790,7	4.254,5	4.589,0	4.949,9	5.339,1	5.758,9	6.211,7	6.700,2
Margen Bruto	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Gastos de Administración	3.214,6	3.143,1	3.551,9	3.831,2	4.132,4	4.457,4	4.807,8	5.185,9	5.593,7
Gastos de Ventas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Depreciaciones	72,3	39,7	104,8	74,9	75,9	82,0	88,7	90,0	88,3
Amortizaciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Utilidad Operativa (EBIT)	457,5	607,9	597,8	682,9	741,6	799,8	862,4	935,9	1.018,2
Margen Operacional	12%	16%	14%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
EBITDA	529,7	647,6	702,6	757,9	817,5	881,7	951,1	1.025,9	1.106,5
Margen EBITDA	14%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%
Ingresos Financieros	0,0	0,0	0,0	11,8	21,7	34,8	47,5	64,8	85,6
Otros Ingresos no Operacionales	489,3	228,6	285,3	394,7	425,8	459,2	495,3	534,3	576,3
Egresos Financieros	0,0	0,0	0,0	50,8	42,6	36,2	28,6	21,9	15,6
Otros Egresos no Operacionales	313,1	320,1	355,7	385,0	415,3	447,9	483,1	521,1	562,1
Diferencia en Cambio	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corrección Monetaria	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Utilidad antes de Impuestos	633,7	516,4	527,5	653,7	731,1	809,7	893,4	991,9	1.102,4
Impuesto de Renta	242,7	214,1	253,5	222,2	248,6	267,2	294,8	327,3	363,8
Utilidad Neta	391,0	302,3	274,0	431,4	482,5	542,5	598,6	664,6	738,6
Margen Neto	10%	8%	6%	9%	10%	10%	10%	11%	11%

BALANCE

SUDECO S.A.

CIFRAS EN MILLONES DE PESOS

	2011	2012	2013	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
ACTIVOS									
ACTIVOS CORRIENTES									
Disponible	617,9	813,1	235,6	254,1	274,1	295,6	318,9	344,0	371,0
Inversiones Temporales Cuentas por Cobrar (Deudores)	48,3	230,8	75,8	315,8	642,9	953,2	1.387,3	1.910,0	2.499,1
Otras Cuentas por Cobrar	1.026,5	847,2	931,4	1.004,7	1.083,7	1.168,9	1.260,8	1.359,9	1.466,9
Inventarios	1.174,0	1.502,9	1.501,8	1.619,9	1.747,2	1.884,6	2.032,8	2.192,6	2.365,0
Pagos x Anticipado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros Activos Corrientes	1,8	3,1	3,4	3,7	4,0	4,3	4,7	5,0	5,4
Activos Corrientes	2.868,6	3.397,0	2.748,1	3.198,2	3.751,8	4.306,6	5.004,4	5.811,5	6.707,5
ACTIVOS LARGO PLAZO									
Propiedad Planta y Equipo, PPE	1.768,9	1.786,9	1.903,2	1.903,2	1.918,2	2.002,2	2.027,2	2.027,2	2.027,2
Depreciación Acumulada Propiedad Planta y Equipo, Neto	574,8	614,5	719,3	794,2	870,1	952,1	1.040,7	1.130,7	1.219,1
Activos Diferidos e Intangibles	1.194,2	1.172,5	1.184,0	1.109,0	1.048,2	1.050,2	986,5	896,5	808,2
Amortización Acumulada Diferidos e Intangibles, neto	0,0	46,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros Activos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valorizaciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inversiones	569,4	1.389,5	1.693,5	1.693,5	1.693,5	1.693,5	1.693,5	1.693,5	1.693,5
Activo Largo Plazo	1.763,5	2.608,5	2.877,5	2.802,6	2.741,7	2.743,7	2.680,0	2.590,0	2.501,7
Total Activos	4.632,1	6.005,5	5.625,6	6.000,7	6.493,5	7.050,3	7.684,4	8.401,5	9.209,2

	2011	2012	2013	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
PASIVOS									
PASIVOS CORRIENTES									
Obligaciones Fin. de Corto Plazo	18,4	43,3	129,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Proveedores	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impuestos y Retenciones	157,5	358,3	387,1	222,2	248,6	267,2	294,8	327,3	363,8
Dividendos x Pagar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros Acreedores	1.594,2	1.894,6	1.458,4	1.649,1	1.649,1	1.649,1	1.649,1	1.649,1	1.649,1
Otros Pasivos Corrientes	355,2	143,5	137,8	212,2	212,2	212,2	212,2	212,2	212,2
Pasivos Corrientes	2.128,0	2.439,7	2.112,4	2.083,5	2.109,8	2.128,5	2.156,1	2.188,6	2.225,1
PASIVOS LARGO PLAZO									
Obligaciones Fin. de Largo Plazo	183,3	122,5	477,2	417,2	357,2	297,2	237,2	177,2	117,2
Otros Pasivos de Largo Plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasivos Largo Plazo	183,3	122,5	477,2	417,2	357,2	297,2	237,2	177,2	117,2
Total Pasivos	2.311,3	2.562,3	2.589,6	2.500,7	2.467,0	2.425,7	2.393,3	2.365,8	2.342,3
PATRIMONIO									
Capital	392,0	392,0	392,0	392,0	392,0	392,0	392,0	392,0	392,0
Reservas	134,7	173,8	204,0	217,7	239,3	263,4	290,5	320,4	353,7
Revalorización del Patrimonio	284,4	284,4	284,4	317,1	361,1	416,7	484,6	564,6	657,1
Utilidades Retenidas	549,4	901,2	188,0	448,3	858,1	1.316,5	1.831,9	2.400,6	3.032,0
Utilidades del Ejercicio	391,0	302,3	274,0	431,4	482,5	542,5	598,6	664,6	738,6
Valorizaciones	569,4	1.389,5	1.693,5	1.693,5	1.693,5	1.693,5	1.693,5	1.693,5	1.693,5
Total Patrimonio	2.320,8	3.443,3	3.035,9	3.500,0	4.026,5	4.624,6	5.291,1	6.035,7	6.866,9
Pasivos y Patrimonio	4.632,1	6.005,5	5.625,6	6.000,7	6.493,5	7.050,3	7.684,4	8.401,5	9.209,2

SUPUESTOS DE PROYECCION
 SUDECO S.A.
 CIFRAS EN MILLONES DE PESOS

	2011	2012	2013	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
SUPUESTOS MACROECONÓMICOS									
Precios al consumidor (IPC)	3,2%	3,7%	1,9%	3,1%	3,0%	2,8%	2,7%	2,6%	2,5%
Precios al Productor (IPP)	9,0%	4,4%	-0,5%	3,6%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
PIB (variación anual)	4,0%	5,9%	4,3%	4,63%	4,58%	4,56%	4,47%	4,4%	4,3%
Devaluación (fin de año)	-6,37%	1,50%	8,97%	-0,44%	-2,45%	-4,23%	-2,74%	-2,7%	-2,7%
Devaluación (promedio anual)	-11,82%	-2,72%	0,02%	0,02%	-3,22%	-4,00%	-0,94%	2,8%	0,0%
Precio del dólar (\$. fin de año)	1.914	1.943	1.927	1.794	1.750	1.676	1.630	1.615	1.600
Precio del dólar (\$. promedio anual)	1.899	1.847	1.869	1.834	1.775	1.704	1.688	1.735	1.630
Tasa de interés (DTF E.A. fin de año)	3,66%	4,35%	4,07%	5,30%	4,89%	4,95%	4,87%	4,6%	4,7%
Tasa de interés (DTF promedio anual)	9,70%	3,66%	4,24%	5,62%	5,31%	5,35%	5,04%	4,9%	5,0%
Fed Funds Rate (fin de año)	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,75%	1,00%	1,3%	1,8%
Euro (US\$/€)	1,34	1,30	1,26	1,45	1,48	1,53	1,51	1,56	1,58
Precios al consumidor (IPC) (EE.UU)	1,68%	3,08%	1,50%	2,40%	2,60%	2,40%	2,50%	2,5%	2,5%

Fuente: IMF, Investigaciones Económicas y Estratégicas Grupo Bancolombia

SUPUESTOS ESTADO DE RESULTADOS

	2011	2012	2013	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
Ventas netas	3.744,3	3.790,7	4.254,5	4.589,0	4.949,9	5.339,1	5.758,9	6.211,7	6.700,2
Incremento Ventas Netas	0%	1,2%	12%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Costo de Ventas	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Costo de Ventas/Ventas Netas	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Gastos de Administración	3.214,6	3.143,1	3.551,9	3.831,2	4.132,4	4.457,4	4.807,8	5.185,9	5.593,7
Gastos Generales y de Administración	3.214,6	3.143,1	3.551,9	3.831,2	4.132,4	4.457,4	4.807,8	5.185,9	5.593,7
Incremento Gastos de Administración	0%	-2%	13%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Canon Leasing Operativo	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gastos de Ventas	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gastos de Ventas/Ventas Netas	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Depreciaciones	72,3	39,7	104,8	74,9	75,9	82,0	88,7	90,0	88,3
Depreciaciones Activos Históricos				74,9	74,9	74,9	74,9	74,9	74,9
Depreciaciones Activos Nuevos				0,0	0,9	7,0	13,8	15,0	13,4
Amortizaciones	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortizaciones Activos Diferidos e Intangibles Históricos						0	0	0	0
Amortizaciones Activos Diferidos e Intangibles Nuevos						0	0	0	0
Ingresos Financieros	0	0	0	11,8	21,7	34,8	47,5	64,8	85,6
Disponible e Inversiones Temporales	666,2	1.043,8	311,4	569,9	917,0	1.248,8	1.706,2	2.253,9	2.870,2
Rendimiento Promedio Anual				3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
Otros Ingresos no Operacionales	489,3	228,6	285,3	394,7	425,8	459,2	495,3	534,3	576,3
Otros Ingresos no Operacionales/Ventas Netas	13,1%	6,0%	6,7%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
Egresos Financieros	0	0	0	50,8	42,6	36,2	28,6	21,9	15,6
A. DEUDA ACTUAL LARGO PLAZO (Incluye Leasing Financiero)				477,2					
Deuda Actual Largo Plazo en Pesos									
Saldo en MM Pesos			477,2	417,2	357,2	297,2	237,2	177,2	117,2
Amortización en MM Pesos				60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0

Tasa de interés promedio anual (E.A)		11,4%	11,0%	11,1%	10,7%	10,6%	10,6%
Tasa de Interés (T.A)		10,6%	10,3%	10,4%	10,0%	9,9%	10,0%
Tasa de referencia DTF (N.A.T.A)		5,6%	5,3%	5,4%	5,0%	4,9%	5,0%
Spread (N.A.T.A)		5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Intereses Pagados en MM Pesos		50,8	42,6	36,2	28,6	21,9	15,6
Deuda Actual Largo Plazo en USD							
Saldo en MM Pesos	0	0	0	0	0	0	0
Saldo en Miles USD	0	0	0	0	0	0	0
Amortización en Miles USD		0	0	0	0	0	0
Amortización en MM Pesos		0	0	0	0	0	0
Tasa de interés promedio anual en USD (E.A)		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tasa de Interés (N.A.S.V)		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tasa de referencia LIBOR (N.A.S.V)		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Spread (N.A.S.V)		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Intereses Pagados en MM Pesos		0	0	0	0	0	0
Diferencia en Cambio en MM Pesos		0	0	0	0	0	0
B. DEUDA NUEVA LARGO PLAZO (Incluye Leasing Financiero)							
Deuda Nueva Largo Plazo en Pesos							
Desembolsos en MM Pesos		0	0	0	0	0	0
Saldo en MM Pesos	0	0	0	0	0	0	0
Amortización en MM Pesos		0	0	0	0	0	0
Tasa de interés promedio anual		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tasa de referencia (IPC E.A)		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Spread (E.A)		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Intereses Pagados en MM Pesos		0	0	0	0	0	0
Deuda Nueva Largo Plazo en USD							
Desembolsos en Miles USD		0	0	0	0	0	0
Desembolsos en MM Pesos		0	0	0	0	0	0

Saldo en MM Pesos			0	0	0	0	0	0	0
Saldo en Miles USD				0	0	0	0	0	0
Amortización en Miles USD				0	0	0	0	0	0
Amortización en MM Pesos				0	0	0	0	0	0
Tasa de interés promedio anual en USD				0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tasa de referencia (E.A)				0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Spread (E.A)				0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Intereses Pagados en MM Pesos				0	0	0	0	0	0
Diferencia en Cambio en MM Pesos				0	0	0	0	0	0
C. CREDITO DE TESORERÍA			129	0	0	0	0	0	0
Tasa de interés promedio anual				0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tasa de referencia (E.A)				0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Spread (E.A)				0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Intereses Pagados en MM Pesos				0	0	0	0	0	0
D. LEASING									
Intereses Leasing Financiero Actual				0	0	0	0	0	0
Intereses Leasing Financiero Nuevo				0	0	0	0	0	0
Otros Egresos no Operacionales	313,1	320,1	355,7	385,0	415,3	447,9	483,1	521,1	562,1
Otros Egresos no Operacionales/Ventas Netas	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Diferencia en Cambio	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Corrección Monetaria	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
AXI Activos				0	0	0	0	0	0
AXI PPE Histórico				0	0	0	0	0	0
AXI PPE Nuevo				0	0	0	0	0	0
AXI Depreciación Acumulada PPE histórica				0	0	0	0	0	0
AXI Depreciación Acumulada Inversiones Nuevas				0	0	0	0	0	0
AXI Inventario				0	0	0	0	0	0
AXI Patrimonio				0	0	0	0	0	0

Impuesto de Renta	242,7	214,1	253,5	222,2	248,6	267,2	294,8	327,3	363,8
Tarifa Impuesto de Renta			33,0%	34,0%	34,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
Renta Líquida				653,7	731,1	809,7	893,4	991,9	1.102,4
Utilidad antes de Impuestos				653,7	731,1	809,7	893,4	991,9	1.102,4
Deducciones, otros ajustes				0	0	0	0	0	0
Renta Presuntiva				40,3	54,2	70,0	87,9	107,9	130,3
Patrimonio Ajustado por Valorizaciones Año Anterior				1.342,4	1.806,5	2.333,0	2.931,1	3.597,6	4.342,2
% Aplicado a Patrimonio Ajustado				3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%

SUPUESTOS BALANCE GENERAL

	2011	2012	2013	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p		
ACTIVOS											
ACTIVOS CORRIENTES											
Disponible	617,9	813,1	235,6	254,1	274,1	295,6	318,9	344,0	371,0		
Días de Ventas Netas	60,2	78,3	20,2	20,2	20,2	20,2	20,2	20,2	20,2		
Cuentas por Cobrar (Deudores)	1.026,5	847,2	931,4	1.004,7	1.083,7	1.168,9	1.260,8	1.359,9	1.466,9		
Días de Ventas Netas	100,1	81,6	79,9	79,9	79,9	79,9	79,9	79,9	79,9		
Otras Cuentas por Cobrar	1.174,0	1.502,9	1.501,8	1.619,9	1.747,2	1.884,6	2.032,8	2.192,6	2.365,0		
Días de Ventas Netas	114,4	144,7	128,8	128,8	128,8	128,8	128,8	128,8	128,8		
Inventarios	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
Días de Costo de Ventas	365	365	0	0	0	0	0	0	0		
AXI				0	0	0	0	0	0		
Pagos x Anticipado	1,8	3,1	3,4	3,7	4,0	4,3	4,7	5,0	5,4		
Días de Ventas Netas	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
Otros Activos Corrientes	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
ACTIVOS LARGO PLAZO											
Propiedad Planta y Equipo, PPE	1.768,9	1.786,9	1.903,2	1.903,2	1.918,2	2.002,2	2.027,2	2.027,2	2.027,2		
1. Propiedad Planta y Equipo, PPE Histórico	1.768,9	1.786,9	1.903,2	1.903,2	1.903,2	1.903,2	1.903,2	1.903,2	1.903,2		
AXI PPE Histórico				0	0	0	0	0	0		
2. Propiedad Planta y Equipo, PPE Nuevo			0	0	15	99	124	124	124		
AXI PPE Nuevo				0	0	0	0	0	0		
Inversiones Nuevas (depreciables y no depreciables)					15	84	25	0	0		
a. Inversiones Nuevas Depreciables				0	15	84	25	0	0		
Opción 1: Inversiones en Millones de											
Pesos					Opción 1: Inversiones en Millones de P	0	15	84	25	0	0

Opción 2: Inversiones como % de ventas				0%	0,3%	1,6%	0,4%	0%	0%
Opción 3: Inversiones como % de depreciación				50%	50%	50%	50%	50%	50%
b. Inversiones Nuevas no Depreciables				0	0	0	0	0	0
Depreciación Acumulada	574,8	614,5	719,3	794,2	870,1	952,1	1.040,7	1.130,7	1.219,1
A.1 Depreciación Acumulada PPE Histórica	574,8	614,5	719,3	794,2	869,2	944,1	1.019,0	1.094,0	1.168,9
AXI Depreciación Acumulada PPE Histórica				0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Depreciación del período	72,3	39,7	104,8	74,9	74,9	74,9	74,9	74,9	74,9
% Depreciación del Período/Saldo 2013	4,1%	2,2%	5,5%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
% Depreciación Acumulada	32,5%	34,4%	37,8%	41,7%	45,7%	49,6%	53,5%	57,5%	61,4%
Check				ok	ok	ok	ok	ok	ok
A.2 Depreciación Acumulada Inversiones Nuevas			0	0	0,9	8,0	21,7	36,8	50,1
AXI Depreciación Acumulada Inversiones Nuevas				0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Depreciación del Período				0	0,9	7,0	13,8	15,0	13,4
Inversión Nueva Depreciable				0	15,0	84,0	25,0	0	0
Inversión Nueva Depreciable a 20 años				0	6,0	33,6	10,0	0	0
Inversión Nueva Depreciable a 10 años				0	4,5	25,2	7,5	0	0
Inversión Nueva Depreciable a 5 años				0	3,0	16,8	5,0	0	0
Inversión Nueva Depreciable a 3 años				0	1,5	8,4	2,5	0	0
Check				ok	ok	ok	ok	ok	ok
Activos Diferidos e Intangibles	0	47	0	0	0	0	0	0	0
A.1 Activos Diferidos e Intangibles Histórico	0	47	0	0	0	0	0	0	0
AXI Activos Diferidos e Intangibles Histórico				0	0	0	0	0	0

A.2 Activos Diferidos e Intangibles Nuevo	0	0	0	0	0	0	0	0	0
AXI Activos Diferidos e Intangibles Nuevo		0	0	0	0	0	0	0	0
		Opción 2: Gastos y Cargos Diferidos como % de ventas							
Activos Diferidos e Intangibles Nuevo		0	0	0	0	0	0	0	0
Opción 1: Gastos y Cargos Diferidos Nuevos en Millones de Pesos					0	0	0	0	0
Opción 2: Gastos y Cargos Diferidos como % de ventas					0%	0%	0%	0%	0%
Opción 3: Gastos y Cargos Diferidos como % depreciación					0%	0%	0%	0%	0%
<hr/>									
Amortización Acumulada	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A.1 Amortización Acumulada Histórica	0	0	0	0	0	0	0	0	0
AXI Amortización Acumulada PPE Histórica				0	0	0	0	0	0
Amortización del período	0	0	0	0	0	0	0	0	0
% Amortización del Período/Saldo	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
% Amortización Acumulada	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Check				ok	ok	ok	ok	ok	ok
A.2 Amortización Acumulada Gastos y Cargos Diferidos Nuevas					0	0	0	0	0
AXI Amortización Acumulada Inversiones Nuevas				0	0	0	0	0	0
Amortización del Período				0	0	0	0	0	0
Gasto o Cargo Diferido Nuevo Amortizable = Activos Diferidos e Intangibles Nuevo						0	0	0	0
Gasto o Cargo Diferido Nuevo Amortizable a 20 años						0	0	0	0
Gasto o Cargo Diferido Nuevo Amortizable a 10 años						0	0	0	0
Gasto o Cargo Diferido Nuevo Amortizable a 5 años						0	0	0	0
Gasto o Cargo Diferido Nuevo Amortizable a 3 años						0	0	0	0
Check				ok	ok	ok	ok	ok	ok
<hr/>									
Otros Activos	0	0	0	0	0	0	0	0	0

% Ventas Netas	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Valorizaciones	569,4	1.389,5	1.693,5	1.693,5	1.693,5	1.693,5	1.693,5	1.693,5	1.693,5
Incremento Valorizaciones				0	0	0	0	0	0
Inversiones	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Incremento Inversiones				0	0	0	0	0	0

PASIVOS

PASIVOS CORRIENTES

Proveedores	2,6	0	0	0	0	0	0	0	0
Días de Costo de Ventas	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Impuestos y Retenciones	157	358	387	222	249	267	295	327	364
Dividendos x Pagar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dividendos Pagados				0	0	0	0	0	0
Otros Acreedores	1.594	1.895	1.458	1.649	1.649	1.649	1.649	1.649	1.649
Días de Costo de Ventas	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Pasivos Corrientes	355	143	138	212	212	212	212	212	212
Días de Costo de Ventas	0	0	0	0	0	0	0	0	0

PASIVOS LARGO PLAZO

Obligaciones Fin. de Largo Plazo	183	123	477	417	357	297	237	177	117
Otros Pasivos de Largo Plazo	0	0	0	0	0	0	0	0	0

PATRIMONIO

Capital	392	392	392	392	392	392	392	392	392
Capitalizaciones				0	0	0	0	0	0
Reservas	135	174	204	218	239	263	291	320	354
Incremento de reserva				14	22	24	27	30	33
% de Utilidad Neta Año Anterior				5%	5%	5%	5%	5%	5%

Revalorización del Patrimonio	284	284	284	317	361	417	485	565	657
Utilidades Retenidas	549	901	188	448	858	1.317	1.832	2.401	3.032
Dividendos pagados				0	0	0	0	0	0
Utilidades del Ejercicio	391	302	274	431	483	543	599	665	739

TESORERIA

SUDECO S.A.

CIFRAS EN MILLONES DE PESOS

	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
UTILIDAD NETA	431,4	482,5	542,5	598,6	664,6	738,6
VARIACIÓN DE ACTIVOS						
ACTIVOS CORRIENTES	210,1	226,6	244,5	263,7	284,4	306,8
Disponible	18,5	20,0	21,6	23,2	25,1	27,0
Cuentas por Cobrar (Deudores)	73,2	79,0	85,2	91,9	99,1	106,9
Otras Cuentas por Cobrar	118,1	127,4	137,4	148,2	159,8	172,4
Inventarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pagos x Anticipado	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4
Otros Activos Corrientes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ACTIVOS LARGO PLAZO	-74,9	-60,9	2,0	-63,7	-90,0	-88,3
Propiedad Planta y Equipo, PPE	0,0	15,0	84,0	25,0	0,0	0,0
Depreciación Acumulada	-74,9	-75,9	-82,0	-88,7	-90,0	-88,3
Diferidos e Intangibles	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortización Acumulada	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros Activos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inversiones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
VARIACIÓN DE PASIVOS						
PASIVOS CORRIENTES	-28,9	26,3	18,6	27,6	32,5	36,5
Obligaciones Fin. de Corto Plazo	-129,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Proveedores	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impuestos y Retenciones	-164,9	26,3	18,6	27,6	32,5	36,5
Dividendos x Pagar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros Acreedores	190,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros Pasivos Corrientes	74,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

PASIVOS LARGO PLAZO	-60,0	-60,0	-60,0	-60,0	-60,0	-60,0
Obligaciones Fin. de Largo Plazo	-60,0	-60,0	-60,0	-60,0	-60,0	-60,0
Otros Pasivos de Largo Plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
PATRIMONIO	32,7	43,9	55,6	67,9	80,0	92,6
Capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Revalorización del Patrimonio	32,7	43,9	55,6	67,9	80,0	92,6
Dividendos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Caja del período	240,0	327,0	310,3	434,1	522,7	589,2
Caja Inicial	75,8	315,8	642,9	953,2	1.387,3	1.910,0
Crédito de Tesorería	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Caja Final	315,8	642,9	953,2	1.387,3	1.910,0	2.499,1

FLUJO DE CAJA LIBRE OPERATIVO

SUDECO S.A.

CIFRAS EN MILLONES DE PESOS A DICIEMBRE DE CADA AÑO

	2013	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
(+) Utilidad Operativa	597,8	682,9	741,6	799,8	862,4	935,9	1.018,2
(-) Impuestos Operativos		197,3	232,2	252,1	263,9	284,6	308,8
(=) NOPLAT		485,6	509,4	547,6	598,5	651,3	709,3
(+) Depreciaciones y Amortizaciones		74,9	75,9	82,0	88,7	90,0	88,3
(=) FLUJO DE CAJA BRUTO		560,6	585,3	629,6	687,1	741,3	797,7
(-) Inversión Capital de Trabajo		184,4	200,3	225,8	236,1	251,9	270,3
Aumento Activos Corrientes		210,1	226,6	244,5	263,7	284,4	306,8
Disponible		18,5	20,0	21,6	23,2	25,1	27,0
Cuentas por Cobrar (Deudores)		73,2	79,0	85,2	91,9	99,1	106,9
Otras Cuentas por Cobrar		118,1	127,4	137,4	148,2	159,8	172,4
Inventarios		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pagos x Anticipado		0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4
Disminución Pasivos Corrientes		-25,7	-26,3	-18,6	-27,6	-32,5	-36,5
Proveedores		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impuestos y Retenciones		164,9	-26,3	-18,6	-27,6	-32,5	-36,5
Otros Acreedores		-190,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(-) Inversión PPE		0,0	15,0	84,0	25,0	0,0	0,0
(-) Inversión Otros Activos		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

(=) FLUJO DE CAJA LIBRE OPERATIVO (FCLO)	376,2	370,0	319,8	426,1	489,4	527,4
--	-------	-------	-------	-------	-------	-------

INDICADORES

Crecimiento FCLO real		-1,7%	-13,6%	33,2%	14,9%	7,8%
<i>Check crecimiento FCLO</i>		<i>ok</i>	<i>ok</i>	<i>alto</i>	<i>alto</i>	<i>alto</i>
Crecimiento FCLO máximo teórico		4,4%	7,6%	9,1%	7,9%	7,6%
Retorno de Capital Invertido Nuevo		13,4%	20,6%	18,6%	20,7%	22,4%
Δ NOPLAT ajustado = Flujo de Caja Bruto		24,7	44,3	57,6	54,1	56,4
Δ Capital Invertido	184,4	215,3	309,8	261,1	251,9	270,3
Tasa de Inversión (Δ Capital Invertido/NOPLAT ajustado)	33%	37%	49%	38%	34%	34%
ROIC (Retorno del Capital Invertido)		16%	16%	16%	16%	17%
NOPLAT	0	486	509	548	598	709
Capital Invertido	3.117	3.137	3.378	3.707	3.995	4.586
Capital de Trabajo Operativo	1.214	1.233	1.460	1.704	1.968	2.559
Propiedad, Planta y Equipo Neto	1.903	1.903	1.918	2.002	2.027	2.027
Otros Activos	0	0	0	0	0	0

SUPUESTOS DE VALORACIÓN

SUDECO S.A.

	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
1. COSTO DE PATRIMONIO						
(+) Yield Bonos EE.UU. a 10 años	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
(+) Spread Bonos República Colombia	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
(=) Tasa Libre de Riesgo (en USD)	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
(+) Beta Apalancado SUDECO S.A.	1,25	1,19	1,17	1,15	1,14	1,13
Beta Desapalancado Sector	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Deuda Financiera/Patrimonio	20%	12%	9%	6%	4%	3%
Tasa Impositiva	34%	34%	33%	33%	33%	33%
(X) Prima Mercado Accionario USA	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
(=) Prima Inversión SUDECO S.A.	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%
(+) Prima Riesgo Compañía	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
(=) Costo de Patrimonio (Nominal en USD)	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%
(+) Devaluación (Diferencial Inflación COP/USA)	0,7%	0,3%	0,4%	0,2%	0,1%	0,0%
(=) Costo de Patrimonio (Nominal en Pesos)	11,6%	11,3%	11,3%	11,1%	11,0%	10,8%
(=) Costo de Patrimonio (Real en Pesos)	8,3%	8,1%	8,3%	8,2%	8,2%	8,2%
2. COSTO DEUDA						
Costo de Mercado Deuda en Pesos (E.A.)	10,9%	10,6%	10,6%	10,3%	10,2%	10,2%
Tasa de referencia (EA)	5,6%	5,3%	5,4%	5,0%	4,9%	5,0%
Spread (EA)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beneficio Tributario	34,0%	34,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%

producción		
Producción propia	0	100%
Concentración proveedores	0	Atomización
Concentración de clientes	1	Atomización
Posibilidad de economías de escala	4	Alta
Capacidad de distribución	0	Cobertura ilimitada
Manejo de información integrada	1	SI Integrado
Sistema de auditoría	0	Permanente
Sistemas de Calidad	0	Certificado
Riesgo geográfico	0	Zona de alta seguridad
Sistema de manejo ambiental	2	Certificado
	5,00	
Prima máxima	%	
Total prima compañía	1,1%	

VALORACIÓN

SUDECO S.A.

CIFRAS EN MILLONES DE PESOS

1 de Enero 2014 ▼

Fecha Valoración:

VALORACIÓN POR FCLO	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
Flujo de Caja Libre Operativo	376	370	320	426	489	527
Valor Perpetuidad						5.974
Costo de Capital	9%	9%	9%	9%	9%	9%
Factor de Descuento	1,05	1,14	1,25	1,36	1,48	1,61
Valor Presente Flujo de Caja Libre Anual	360	324	257	314	331	328
Valor Presente Flujo de Caja Libre	1.912					
Valor Presente Perpetuidad	3.710					
(+) Valor de la Operación	5.622					
(+) Inversiones Temporales	76					
(+) Otros Activos	0					
(=) Valor Compañía	5.698					
(-) Otros Pasivos	744					
(=) Valor Patrimonio por FCLO	4.954					

BETAS POR SECTOR PARA MERCADOS EMERGENTES

FUENTE: DAMODARAN ON LINE -

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

Enero 2014

Sector	Beta Desapalancado
(Promedio Mercado)	0,78
Advertising	0,69
Aerospace/Defense	0,87
Air Transport	0,48
Apparel	0,96
Auto & Truck	0,66
Auto Parts	1,13
Bank	0,43
Banks (Regional)	0,37
Beverage	1,17
Beverage (Alcoholic)	0,91
Biotechnology	1,02
Broadcasting	1,08
Brokerage & Investment Banking	0,25
Building Materials	1,02
Business & Consumer Services	0,72
Cable TV	0,69
Chemical (Basic)	0,79
Chemical (Diversified)	1,13
Chemical (Specialty)	0,89
Coal & Related Energy	0,69
Computer Services	0,78
Computer Software	0,99
Computers/Peripherals	1,06
Construction	0,75
Diversified	0,42
Educational Services	0,92
Electrical Equipment	1,01
Electronics	0,89
Electronics (Consumer & Office)	1,00
Engineering	1,01
Entertainment	0,95

Environmental & Waste Services	0,80
Farming/Agriculture	0,58
Financial Svcs.	0,54
Financial Svcs. (Non-bank & Insurance)	0,26
Food Processing	0,69
Food Wholesalers	1,02
Furn/Home Furnishings	0,99
Healthcare Equipment	0,73
Healthcare Facilities	0,55
Healthcare Products	0,85
Healthcare Services	0,67
Healthcare Information and Technology	0,87
Heavy Construction	1,15
Homebuilding	1,12
Hotel/Gaming	0,87
Household Products	0,86
Information Services	0,77
Insurance (General)	0,67
Insurance (Life)	0,78
Insurance (Prop/Cas.)	0,60
Internet software and services	1,01
Investment Co.	0,41
Machinery	0,91
Metals & Mining	0,86
Office Equipment & Services	0,77
Oil/Gas (Integrated)	0,94
Oil/Gas (Production and Exploration)	0,50
Oil/Gas Distribution	0,55
Oilfield Svcs/Equip.	1,10
Packaging & Container	0,71
Paper/Forest Products	0,90
Pharma & Drugs	0,97
Power	0,40
Precious Metals	0,98
Publishing & Newspapers	0,82
R.E.I.T.	0,12
Railroad	0,91
Real Estate	0,80
Real Estate (Development)	0,62
Real Estate (Operations & Services)	0,91

Recreation	1,06
Reinsurance	0,42
Restaurant	0,69
Retail (Automotive)	0,79
Retail (Building Supply)	0,91
Retail (Distributors)	0,73
Retail (General)	0,77
Retail (Grocery and Food)	0,57
Retail (Internet)	0,99
Retail (Special Lines)	0,75
Rubber& Tires	0,66
Semiconductor	1,06
Semiconductor Equip	1,08
Shipbuilding & Marine	0,92
Shoe	0,78
Steel	0,85
Telecom (Wireless)	0,35
Telecom. Equipment	1,04
Telecom. Services	0,57
Thrift	0,01
Tobacco	0,80
Tranportation	0,86
Trucking	0,75
Utility (General)	0,38
Utility (Water)	0,50

12. CONCLUSIONES

Los ejercicios de valoración de empresas por métodos de proyección de los flujos futuros se realizan con base en supuestos y estimaciones, que pueden llegar a restarle objetividad a los resultados sino se atienden hasta los más mínimos detalles. Estos supuestos y estimaciones son válidos dentro de las técnicas de valoración, por lo cual el valor económico arrojado para una organización en particular siempre será una aproximación; incluso, en las negociaciones para compra-venta de empresas, fusiones, absorciones y escisiones, se negocia en un margen establecido, nunca con un valor absoluto.

Asimismo, si la tasa de descuento de los flujos futuros (WACC) cambia en uno (1) o dos (2) puntos porcentuales, el valor económico arrojado por el ejercicio cambiaría notablemente, ante lo cual es preciso señalar que el más mínimo ajustes en los supuestos y/o estimaciones generan una gran transformación de las cifras finales.

Sin embargo, los supuestos deben estar debidamente soportados y justificados, los cuales son producto de un estudio conjunto de las políticas de la empresa, la evolución histórica de las variables (ingresos, costos, estructura de inversión y financiación, etc.), el benchmark con empresas del sector, las variables macroeconómicas (proyección del PIB, TRM, DTF, entre otras), y otros factores específicos que se puedan predecir.

En ese orden de ideas, las investigadoras analizaron a profundidad cada una de las variables, tanto internas como externas, logrando comprender el trasfondo operacional de la Agencia de Aduanas SUDECO S.A., para así lograr una valoración económica confiable y ajustada a la realidad. En tal sentido, el valor económico de la mencionada organización se estima en \$4.954.238.922,66, que resulta de la aplicación del método de flujo de cada libre descontado.

Los flujos futuros se proyectaron con las estimaciones futuras de la misma empresa, y las proyecciones del sector, descontándolo a una tasa promedio del 9,1%, que se calculó atendiendo el costo de deuda y el costo del patrimonio. Para este último se utilizó el modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model), ampliamente aceptado para el cálculo del costo del patrimonio.

13. BIBLIOGRAFÍA

1. BANCO DE REPÚBLICA, (2014). ¿Qué es la tasa de interés? Recuperado de <http://www.banrep.gov.co/es/contenidos/page/qu-tasa-inter-s>
2. BLANCO PASCUAL, L. *Valoración de empresas por descuento de flujos de caja: proyección de ratios y estimación del valor terminal por múltiplos*. Revista Universo Contábil, FURB, Blumenau, vol. 5, No. 2, pp. 125-141, abr./jun. Recuperado de <http://ezproxy.unicartagena.edu.co:2127/eds/pdfviewer/pdfviewer?sid=583a039c-fc15-4a0b-8057-8e813f4c9920@sessionmgr115&vid=1&hid=105>
3. BUENDÍA ELLES, A., CABARCAS VILLEGAS, Y. y GÓMEZ PITALUA, R. (2009). *Valoración del Capital Intelectual y su Introducción en los Estados Financieros*. Cartagena de Indias, Colombia. Trabajo de grado para optar al título de Especialista en Finanzas. Estudio caso: EMDII S.I. LTDA. Universidad de Cartagena.
4. CÁMARA DE COMERCIO DE CARTAGENA, (2014). Comercio Exterior de Bolívar, Centro de Estudios para el Desarrollo y la Competitividad – CEDEC. Recuperado de <http://www.cccartagena.org.co/investigaciones.php?c=2>
5. CASTRO PEREIRA, M. y ROJAS MIELES, E. (2006). *Valoración de la Empresa Transporte PEMAPE S.A., para preparar propuesta en caso de una posible indemnización, fusión o venta de la compañía debido al impacto negativo que le ocasionará la implementación del nuevo sistema de transporte masivo en la ciudad de Cartagena TRANSCARIBE*. Cartagena de Indias, Colombia. Trabajo de grado para optar al título de Especialista en Finanzas. Universidad de Cartagena.
6. CONEO CÁRDENAS, J. y MARTELO MUÑOZ, A. (2009). *Valoración Financiera de la Empresa C.I. COMEXA S.A.* Cartagena de Indias, Colombia. Trabajo de grado para optar al título de Especialista en Finanzas. Universidad de Cartagena.

7. CORREA GARCÍA, J., ARANGO SERNA, M. y CASTAÑOS RÍOS, C. (2011). *Metodologías de valoración de activos tecnológicos. Una revisión*. Revista Pensamiento y Gestión, N° 31. Recuperado de <http://ezproxy.unicartagena.edu.co:2127/eds/pdfviewer/pdfviewer?sid=256629fb-22c0-4075-8129-9720d1bd9758@sessionmgr112&vid=1&hid=105>
8. DÍAZ DURAN, D., LABASTIDAS ROMERO, L. y CAÑAVERA BARRIOS, F. (2006). *Valoración de la Empresa Indupollo S.A. bajo el Mercado de Valoración de Flujos de Caja Libre*. Cartagena de Indias, Colombia. Trabajo de grado para optar al título de Especialista en Finanzas. Universidad de Cartagena.
9. EL UNIVERSAL DE CARTAGENA, (2014). *Cartagena operador logístico hacia el mundo, en el XII Simposio Aduanero*, diario del 10 de Septiembre de 2014. Recuperado de <http://www.eluniversal.com.co/economica/cartagena-operador-logistico-hacia-el-mundo-en-el-xii-simposio-aduanero-170465>
10. FEDERACIÓN COLOMBIANA DE AGENTES LOGÍSTICOS EN COMERCIO INTERNACIONAL – FITAC, (2013). *Primer informe logístico sobre las exportaciones colombianas de los años 2011 y 2012*. Recuperado de http://www.fitac.net/documentos/documents/InformeExportaciones_2011-2012_Agosto2013.pdf
11. FERNÁNDEZ, P. (2008). *Métodos de valoración de empresas*. IESE Business School – Universidad de Navarra. Recuperado de <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0771.pdf>
12. GALINDO LUCAS, A. (2005). *Fundamentos de valoración de empresas*. Recuperado de <http://www.eumed.net/libros-gratis/2005/agl/agl.pdf>
13. GÓMEZ, H. (2013). *Avances y perspectivas del aprovechamiento del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos*. Revista de Ingeniería. Universidad de los Andes. Bogotá D.C., Colombia. Enero - junio de 2013, No. 38, pp. 60-62. Recuperado de

- <http://ezproxy.unicartagena.edu.co:2127/eds/pdfviewer/pdfviewer?sid=bc2c6321-1cfd-41db-a313-8912f4c1edb2%40sessionmgr115&vid=2&hid=110>
14. JARAMILLO BETANCUR, F. (2010). *Valoración de empresas*. 1era edición. Bogotá, Colombia: ECOE Ediciones.
 15. LEÓN, O. (2003). *Valoración de empresas, Gerencia del valor y EVA*. Prensa Moderna Impresores S.A. Cali, Colombia.
 16. MAQUIEIRA, C. y WILLATT, C. (2006). *Metodología de valoración de nuevas empresas (MVNE)*. Revista Estudios de Administración, vol. 13, N° 2, pp. 1-23. Recuperado de <http://ezproxy.unicartagena.edu.co:2127/eds/pdfviewer/pdfviewer?sid=2a09c141-6f9d-4342-8acc-2a77f4d9f189@sessionmgr198&vid=1&hid=105>
 17. MARTÍNEZ LÓPEZ, J. (2012). *Valoración de empresas: AMPER S.A.* Valencia, España. Trabajo fin de máster para optar al título de Máster en Dirección Financiera y Fiscal. Universidad Politécnica de Valencia.
 18. ORGANIZACIÓN MUNDIAL DEL COMERCIO - OMC, 2013. Estadísticas del comercio internacional 2013, recuperado de http://www.wto.org/spanish/res_s/statis_s/its2013_s/its13_toc_s.htm
 19. ORTIZ ANAYA, H. (2011). *Análisis financiero aplicado y principios de administración financiera*, 14ta edición, publicaciones Universidad del Externado, Bogotá, Colombia.
 20. PEREZ LINAZA, A. & MUÑOZ ARISTIZÁBAL, C. (2008). *Análisis de proyecciones y valoración de una compañía del sector de alimentos*, Revista Soluciones de Postgrado EIA, Número 1. p. 75-82.
 21. RAMÍREZ, F. (2014). *Valoración de empresas problemática y diferentes métodos*. Memorias del Módulo Valoración de Empresas, Maestría en Administración MBA – Universidad de Medellín.
 22. SARMIENTO, J. (2014). *Valoración de empresas: métodos*. Recuperado de <http://www.javeriana.edu.co/decisiones/Julio/presentaciones/valoracion.pdf>
 23. VANEGAS, J.; RESTREPO MORALES, J. y GONZÁLEZ, M. (2014). *Negocios internacionales y comercio exterior: Identificación de temáticas*

para la construcción de líneas de investigación. Revista Global Conference on Business and Finance Proceedings, Vol. 9, No. 2, pp. 585-595.

Recuperado de

<http://ezproxy.unicartagena.edu.co:2127/eds/pdfviewer/pdfviewer?sid=b246503c-053e-4c94-a8b1-52f83f48ba8d%40sessionmgr110&vid=2&hid=110>

24. VERGARA ARRIETA, J. y GUERRERO CERA, C. *Valoración económica de la empresa Master Bunker & Asociados Ltda.* Cartagena de Indias, Colombia. Trabajo de grado para optar al título de Especialista en Finanzas. Universidad de Cartagena.