

Valoración del Grupo Constructor Garzón Holguín

ANDRES GIRONZA GARZÓN

agironza@eafit.edu.co

JINA MARCELA ORTIZ FAJARDO

jortizf1@eafit.edu.co

Trabajo de grado presentado como requisito parcial para optar al título de
Magister en Administración Financiera.

Director:

Magister ARMANDO LENIN TAMARA A.

Universidad EAFIT en convenio con la Universidad San Buenaventura, Cali.

Cali, Febrero del 2017.

Nota de aceptación

Presidente del jurado

Jurado

Jurado

Ciudad y fecha (día, mes, año)

DEDICATORIA

A Dios y nuestras familias por su apoyo constante, por su amor y comprensión.

Jina Ortiz y Andrés Gironza

AGRADECIMIENTOS

A la Dra. Zulma Cardona.

Directora de la Maestría en Administración Financiera.

Al Magister ARMANDO LENIN TAMARA A.

Director trabajo de grado.

Tabla de Contenido

Resumen.....	1
Abstract.....	2
Introducción	3
Justificación	4
Objetivos.....	5
Objetivo general:.....	5
Objetivos Específicos:.....	5
Descripción de la Compañía.....	6
Historia, Localización e Infraestructura	6
Productos y Servicios	8
Estrategia.....	8
Desarrollos Recientes	9
Análisis de los Competidores	10
Desempeño de la Administración y Antecedentes.....	12
Estructura Organizacional.....	12
Análisis de Riesgos	15
Efecto del Micro y Macro Ambiente Sobre la Empresa.....	17
Análisis FODA.....	17
Análisis de la industria	18

Análisis de la Compañía.....	20
Problemas de la Industria y Tendencias Actuales.....	23
Stakeholders	23
Análisis de Porter	24
Proveedores	24
Clientes	25
Barreras de Entrada	27
Rivalidad entre Competidores	27
Productos Sustitutos	28
Análisis del mercado	28
Valoración.....	30
Análisis Financiero.....	30
Proyecciones.....	31
Ingresos Operacionales.....	31
Cuentas del Activo Corriente	32
Inversiones en Propiedad Planta y Equipo	32
Cuentas del Pasivo Corriente.....	32
Pasivos de Largo Plazo.....	33
Parámetros de la Valoración	33
VARIABLES GENERADORAS DE VALOR	33
Retorno del Capital Invertido “ROIC”:	34

Tasa de reinversión “IR”:	34
Tasa de crecimiento “g”:	34
Calculo del costo patrimonio	35
El costo del patrimonio se calcula por medio del método del CAPM	35
Tasa libre de riesgo Rf	35
Beta “ β ”	35
Rentabilidad del Mercado Rm	35
Tasa impositiva	35
Devaluación del pesos frente al dólar Dev Col\$/USD\$ y Riesgo País	36
Costo de la deuda Kd	36
Costo del Patrimonio Ke	36
WACC	37
Flujos de caja Libre	38
Valor terminal	38
Valoración de la empresa	39
Análisis de sensibilidad	39
Conclusiones y Recomendaciones	41
Referencias	42

Tabla de Figuras

Figura 1. Número de viviendas por constructora.....	11
Figura 2. Participación del mercado por número de viviendas.....	11
Figura 3. Estructura Organizacional	14
Figura 4. PIB Construcción 2001 – 2015.....	18
Figura 5. Stakeholders del Grupo Constructor Garzón Holguín.....	23
Figura 6. Oferta habitacional en la ciudad de Popayán 2016	26
Figura 7. Oferta habitacional y comercial en Popayán. 2016	29
Figura 8. Oferta de vivienda disponible-octubre 2016	29

Índice de Tablas

Tabla 1. Etapas de Nogal Campestre	10
Tabla 2. Proyectos en el sector norte de Popayán.....	11
Tabla 3. Análisis de Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas.....	17
Tabla 4. Datos de la industria de la construcción	19
Tabla 5. Hogares por tenencia de vivienda.....	20
Tabla 6. Materiales de construcción	25
Tabla 7. Oferta habitacional promedio	30
Tabla 8. Indicadores financieros grupo constructor Garzón Holguín.....	31
Tabla 9. Calculo del costo de capital	38
Tabla 10. Valoración de la empresa y precio por acción.....	40
Tabla 11: Sensibilidad del valor terminal	40

Índice de Anexos

Anexos 1. Balance General Histórico.....	44
Anexos 2. Estado de Resultados Histórico.....	46
Anexos 3. Balance General Proyectado.....	47
Anexos 4. Estados de Resultados Proyectado.....	48

Resumen

El contexto socioeconómico y político en Colombia ha llevado a que el Grupo Constructor Garzón Holguín, desee valorar la empresa y los proyectos que la conforman, puesto que el jalonamiento del sector construcción, a nivel nacional, ha permitido una expansión de la empresa y un mejoramiento de la calidad de productos ofrecidos, lo que ha llevado a la compañía a convertirse en un referente a nivel regional.

La valoración de grupo constructor se hizo con la metodología de flujo de caja descontado para encontrar el valor terminal de la compañía, teniendo en cuenta los proyectos que se desarrollarán en los próximos 5 años. El método de solución para la valoración se desarrolló con los siguientes pasos: Adquisición de información histórica, evaluación de las variables determinantes del modelo de negocio, las proyecciones de los flujo de caja libre y el análisis de la información, todo esto con el fin de brindar a la gerencia general recomendaciones y conclusiones de los hallazgos de la investigación, que permitan que la empresa maximice su valor.

Abstract

The actual socio-economic situation in Colombia has led the Group Constructor Garzón Holguín value the company and the projects it has. The development of the construction industry and has led the company growth and improve in the quality processes allowing the company become one of the most recognize in the local context.

The valuation of the constructor group was made with the methodology of discounted cash flow, with the purpose of finding the terminal value of the company, considering the projects that will be developed in the next 5 years. The valuation method was developed with the following steps: Acquisition of historical information, evaluation of the key variables of the business model, projections of free cash flow and analysis of information, all this in order to provide to the headquarters with recommendations and conclusions of the research findings, allowing the company to maximize its value.

Introducción

En este trabajo se va a realizar una valoración del Grupo Constructor Garzón Holguín, a través del método de flujo de caja descontado y con el propósito de conocer el valor de la empresa en el mercado, según las proyecciones que se han planteado.

El sector de la construcción ha impulsado el crecimiento económico en el país, con proyectos estatales de infraestructura vial, viviendas e hidroeléctricas. En Popayán, el subsector habitacional se ha fortalecido con el proyectos PIPE 2.0, que ha ofrecido subsidios directos y a las tasas de interés, permitiendo un crecimiento significativo hacia el norte de la ciudad, donde existen planes parciales de desarrollo y expansión con aproximadamente 3.200 viviendas a construir, expansión del centro comercial campanario y dos centros comerciales en los próximos 5 años, por lo que sería en el 2028 un polo de desarrollo con 5.000 viviendas de estratos 3, 4 y 5 aproximadamente, y proyectos comerciales, lo que afectará positivamente los ingresos de las constructoras.

Por lo tanto se da a conocer la justificación; el objetivo general y los objetivos específicos; además la descripción de la compañía; el desempeño de la organización; el efecto del micro y macro ambiente con herramientas como el DOFA, CANVAS y las 5 Fuerzas de Porter; los problemas de la industria; las tendencias actuales; y por último, la valoración con sus respectivas interpretaciones, conclusiones y recomendaciones a la gerencia.

Justificación

Las empresas colombianas han atravesado un camino difícil en los últimos años, que las ha llevado a reestructurar las visiones empresariales y modificar sus modelos de negocios (Universidad del Rosario, 2007), estos continuos cambios han ayudado a mejorar las perspectivas económicas del país, que han sido bastante complejas, con factores favorables para el sector de la construcción y una inversión de más de \$16,8 billones de pesos para el programa Plan de Impulso a Productividad y el Empleo - PIPE 2.0 (CAMACOL, 2015); por lo tanto, las empresas deben hacer un análisis e interpretación de su situación financiera e implementar una estrategia coherente con el modelo de negocio, por eso el grupo Garzón Holguín desea conocer su valor de mercado.

La valoración del Grupo Constructor Garzón Holguín, se enfocará en estudiar la evolución de la empresa en el municipio de Popayán, determinando perspectivas futuras que permitan crecimiento y sostenibilidad a través del tiempo, considerando variables del entorno que podrían afectar el desarrollo de la empresa, como por ejemplo: el aumento generalizado del precio de los terrenos, según el Índice de Variación Predial (IVP) de Popayán (DANE, 2016), el aumento de la competencia con un músculo financiero fuerte que les permite tener varios proyectos a la vez (Ver Tabla 3), el aumento de los costos de materiales, mano de obra y el aumento de la demanda de vivienda nueva, que influyen en los flujos de cajas futuros.

Con la valoración planteada en este trabajo se pondrán en práctica los conocimientos adquiridos durante el proceso de formación, específicamente en la valoración empresarial con el objetivo de establecer una relación teórica-práctica que todo financiero debe manejar para contribuir al crecimiento de las industrias.

Objetivos

Objetivo general: Realizar la valoración del Grupo Constructor Garzón Holguín bajo el método de flujo de caja descontado.

Objetivos Específicos:

- Presentar el análisis general de la situación financiera actual del Grupo Constructor Garzón Holguín, para determinar los generadores de valor.
- Proyectar los estados financieros del Grupo Constructor Garzón Holguín
- Analizar los resultados de los procesos de valoración.

Descripción de la Compañía

Historia, Localización e Infraestructura

El Grupo Constructor Garzón Holguín (G&H, 2015) nace como un emprendimiento por parte de la Ingeniera Civil Elsa Elena Garzón, cofundadora y gerente general de la empresa en el año 2002, quien ve la necesidad de ofrecer en la ciudad de Popayán soluciones de vivienda que asegurarán calidad a un buen precio. Esta iniciativa tuvo mucha incertidumbre en sus comienzos, debido a que las condiciones socioeconómicas de la región no eran las más prometedoras, fundamentalmente porque Popayán es una ciudad universitaria y turística, con alrededor de 300.000 habitantes, con altos índices de desempleo (DANE, 2016).

Por otro lado, penetrar el mercado frente a constructoras ya establecidas con bastante antigüedad y además bien consolidadas, en su momento eran variables consideradas como obstáculos a superar, además de la ausencia de apoyo financiero, muy normal en regiones donde el sector bancario es muy exigente en la aprobación de créditos para futuros emprendedores de pequeñas y medianas empresas. Confirmando así que se trata de una de las regiones más difíciles para conseguir apoyo financiero.

Sin embargo, en su emprendimiento, se buscan alianzas estratégicas y se decide compartir la idea con dos ingenieros, quienes la ayudan a desarrollar su primer proyecto: Guadales de la Hacienda, en la zona noroccidente de la ciudad, el proyecto desarrolla 12 viviendas familiares con áreas de construcción de 110 m² y amplias zonas verdes, diseñadas para familias de estratos 3, 4 y 5. La alianza de este proyecto termina y da paso a la

consolidación en el mercado de la urbanizadora Garzón Holguín, dedicada a la construcción de vivienda para estratos socioeconómicos 3, 4 y 5.

Los siguientes proyectos de la constructora fueron más ambiciosos, se siguió apostando a la construcción en el norte de la ciudad, donde se veía una alta demanda habitacional y un crecimiento comercial que establecía una tendencia de mercado que exigía calidad en la estructura y el diseño de las viviendas. Iniciando con el conjunto cerrado *Reservas del Bosque*, donde se construyeron 180 casas, el proyecto se desarrolló en cinco años con 3 etapas de construcción cada una de 60 casas.

En 2007, gracias a la acogida que tuvo *Reservas del bosque*, se desarrolla el proyecto *Claros del Bosque*, conjunto cerrado, donde se construyen 230 casas de 110 m², con tiempo de construcción de 5 años.

En 2012, se decide incursionar en la construcción de Viviendas de Interés Social (VIS), debido a que el gobierno colombiano tenía una política de inversión pública bastante fuerte, que hacía que se demandara viviendas con un tope máximo de 135 SMMLV. Entonces se conceptúa el proyecto *Altos de Morinda*, ubicado en la variante norte de Popayán.

La venta de *Altos de Morinda* se inició sobre planos, lo que permitió que el precio de la vivienda se valorizará en los siguientes dos años en un 30% sobre el valor de compra, además, este proyecto permitió la incorporación de nuevas técnicas de construcción como el método de formaletas que hizo industrializar el proceso productivo, además se realizaron grandes inversiones en activos y se implementó un sistema de calidad ISO 9001.

Los proyectos anteriormente mencionados se basaron en viviendas familiares con novedosos diseños arquitectónicos de conjuntos cerrados con amplias zonas verdes,

piscinas, parqueaderos, salón social y locales comerciales, contribuyendo a que el norte de la ciudad se convirtiera en un polo de desarrollo social y económico.

Sin embargo, hacia 2015, se decide incursionar en otro segmento de mercado con la construcción del Edificio Verona, una iniciativa que apuntaba a los estratos más altos de la ciudad. Este proyecto ofrece espacios confortables, con mejores acabados y con amplios espacios interiores y exteriores, cuidando los detalles para hacer un espacio único en la ciudad, se construyeron 7 pisos y un sótano con una sola etapa de construcción y venta que duro 2 años.

Productos y Servicios

El grupo constructor Garzón Holguín está dedicado a la construcción y comercialización de soluciones de vivienda y áreas comerciales en la ciudad de Popayán, es decir, maneja el código CIU para Colombia 4111 de construcciones residenciales. Dentro de las edificaciones ofrecidas al mercado se encuentran:

- Casas para estratos 3 y 4
- Apartamentos para estratos 3 y 4
- Apartamentos para estratos 5 y 6
- Locales comerciales en zonas de expansión.

Estrategia

El Grupo Constructor Garzón Holguín ha elaborado viviendas para diversos estratos sociales de la ciudad de Popayán, pero le ha apostado a la realización de proyectos en los estratos 3 y 4 que tiene la necesidad de vivienda y los recursos para adquirirla, además la

demanda y oferta de viviendas para estos estratos ha aumentado debido a los subsidios de vivienda que ofrece el gobierno nacional (CAMACOL, 2015).

La empresa se ha enfocado en ofrecer viviendas con diseños estructurales de vanguardia, calidad en los materiales de construcción, acabados modernos y la relación precios - metro cuadrado entre las más barata del mercado, logrando una clara diferenciación en soluciones de vivienda para la ciudad de Popayán, así mismo, se garantiza que las estructuras cumplan con todos los lineamientos de calidad exigidos por las entidades gubernamentales para que las familias que habitan en los complejos tengan la certeza de seguridad ante cualquier eventualidad, además se ofrece un servicio posventa que garantiza un acompañamiento por un año después de la entrega de la vivienda.

Desarrollos Recientes

En los últimos cuatro (4) años, el grupo constructor viene creciendo de manera importante, generando más de 150 empleos directos y 200 indirectos, con un ingreso promedio anual de 12.000 millones de pesos, con unos activos fijos que incluyen maquinaria pesada y liviana, 2 oficinas, 5 locales comerciales, 2 bodegas, y terrenos en toda la ciudad.

Actualmente se están desarrollando dos proyectos a cinco (5) años al norte de la ciudad: *Nogal Campestre*, es un proyecto habitacional que consta de 136 casas de 105 metros cuadrados, para un total de 14.280 metros cuadrados construidos y 200 apartamentos de aproximadamente 65 metros cuadros, distribuidos en 4 torres con un área construida de 21.353 metros cuadrados. El proyecto se desarrolla tal y como se presenta en la Tabla 1.

Y *Colina Plaza*, un centro comercial de conveniencia que tendrá 40 locales con diseño campestre y una amplia zona de parqueaderos. El proyecto tiene un área construible de 6.846 metros cuadrados, de los cuales se venderán 5.600 metros cuadrados.

Tabla 1. Etapas de *Nogal Campestre*

Descripción	Unidades
Etapa 1	34
Etapa 2	34
Etapa 3	34
Etapa 4	34
Aptos torre 1	50
Aptos torre 2	50
Aptos torre 3	50
Aptos torre 4	50

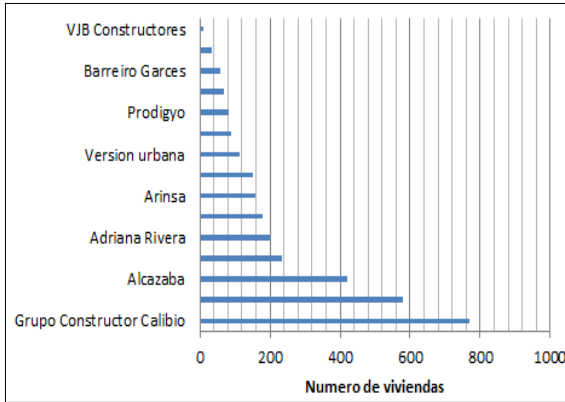
Fuente: Elaboración Propia. Datos del Grupo Constructor Garzón Holguín

Análisis de los Competidores

El sector de construcción de vivienda en la ciudad de Popayán se encuentran constructoras locales y nacionales, que ha aumentado y variado la oferta habitacional, entre las más importantes encontramos las siguientes constructoras: Gracol, Procal, Synergy, Alcazaba, Vering, Madecons S.A, Tridimensional, Proinsac, Sociedad Constructora de Occidente, entre otras; las figuras 1 y 2, describen la situación del mercado actual.

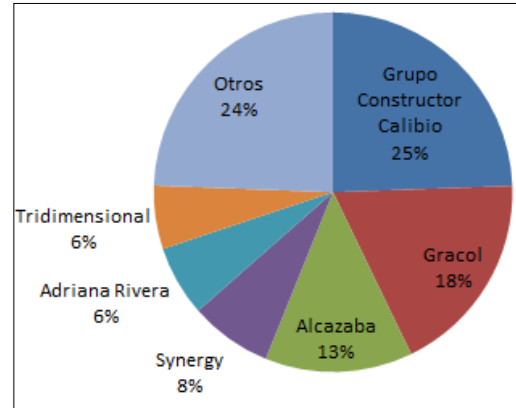
Estas empresas tienen proyectos en la zona de influencia del Grupo Constructor Garzón Holguín, con variada oferta (Ver Tabla 2), algunas de las empresas cuenta con experiencia en el uso de nuevas tecnologías, tienen gran capacidad financiera, cuentan con economías de escala y se encuentran localizadas en varias zonas geográficas del Sur-occidente de Colombia, lo que les permite tener poder de negociación con los proveedores.

Figura 1. Número de viviendas por constructora.



Fuente: Elaboración Propia

Figura 2. Participación del mercado por número de viviendas.



Fuente: Elaboración Propia

La oferta habitacional en la ciudad está marcada por la cantidad de proyectos y la magnitud de las construcciones, en la figura 1 se evidencia que el grupo Constructor Calibío, maneja el mayor número de viviendas a la venta en varias zonas de la ciudad, lo que les favorece para posicionarse en el mercado y lograr un “*Top of Mind*”, además, se podría decir que genera una economía de escala, que se ve representada en el precio de sus viviendas. Con igual importancia se encuentra la figura 2, que da una dimensión de la participación en el mercado por la magnitud de las construcciones, llámense casas, apartamentos, oficinas o locales.

Tabla 2. Proyectos en el sector norte de Popayán

Proyectos	
Casas	Condominio Versalles, Monteluna Condominio, Casa del Alférez, Caminos de Calibío, Reservas de Calibío, Campo Aragón Condominios
Apartamentos	Condominio Torres de Milano, Condominio Marsella
Casas y apartamentos	Llanos de Calibío

Fuente: Elaboración Propia.

En el área comercial, el análisis de la competencia se hace con el fin de entender cómo se cruzarían las áreas de influencia comercial con el área comercial de Colina Campestre. Se aclara que actualmente no hay centros comerciales en la zona norte de Popayán, pero se encuentran el centro comercial Campanario, que está ubicado a 3 kilómetros lineales, que equivalen a 15 minutos en vehículo, aproximadamente (Marca Tactica, 2016).

También existen otros proyectos comerciales que se desarrollarán como acompañamiento de los proyectos de vivienda enunciados en la tabla 2, como lo son:

- 1) *Terraplaza* a 3 kms lineales
- 2) *Calibío Plaza* a 1.9 kms lineales
- 3) *Montserrat Plaza* a 0,5 kms lineales
- 4) *Palmera Plaza* a 1,2 kms lineales

Sin embargo, es importante recordar que la tendencia de los consumidores es la compra de proximidad, ya que necesita optimizar su tiempo, por eso el Grupo Constructor Garzón Holguín apunta a un centro comercial de conveniencia, concepto diferenciador a la competencia (Marca Tactica, 2016).

Desempeño de la Administración y Antecedentes

Estructura Organizacional

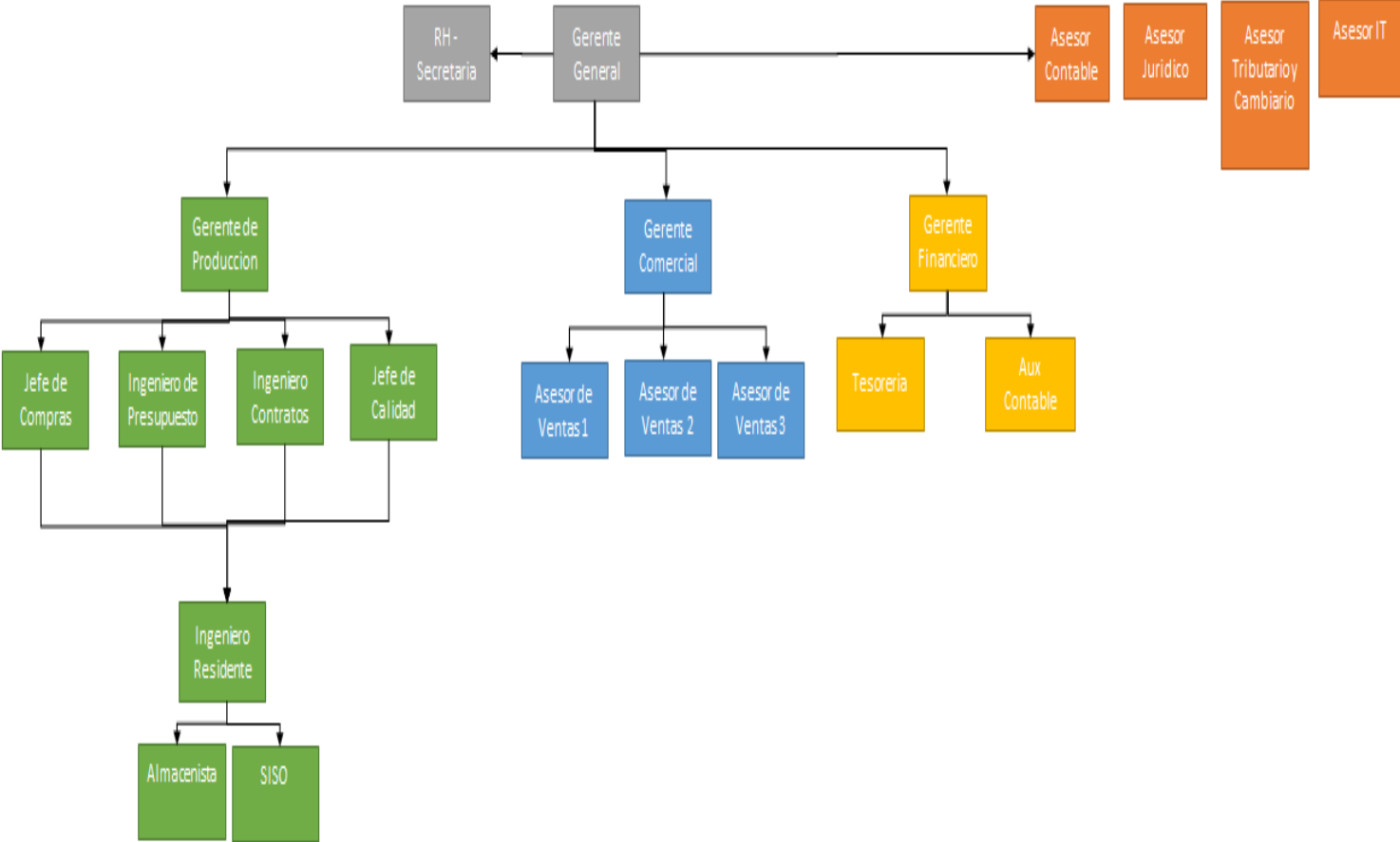
El departamento de producción, que tiene a su cargo las áreas de compras, los presupuestos, contratos, calidad y todo lo relacionado con la construcción física de las viviendas y las edificaciones.

El departamento comercial, encargado de las ventas, tiene tres puntos establecidos y definidos para el normal desarrollo de los proyectos:

- Las ventas se inician sobre plano, siendo la base de la financiación que permite, en gran medida, el inicio de la construcción cuando hay un 20% vendido.
- Lograr el punto de equilibrio en las ventas, porque permite la búsqueda de financiación con los bancos, que exigen para cualquier préstamo, que el 60% del proyecto ya este separado.
- La venta total de las viviendas en los tiempos provistos, que permite tener un nivel de riesgo muy bajo en los proyectos y permite que la empresa tenga un alto ROIC, que asegura una mayor rentabilidad y un crecimiento sostenible.

Adicionalmente, la dirección de la empresa ha establecido que como el sector de la construcción es cíclico, la empresa debe generar proyectos cuando la economía está en expansión, y cuando hay decrecimiento se deben realizan inversiones en predios o alquiler de las propiedades que posee la empresa.

Figura 3. Estructura Organizacional



Fuente: Grupo constructor Garzón Holguín.

El departamento de finanzas es el encargado de buscar el capital para los nuevos proyectos de construcción, además asesora sobre las inversión que pueden hacer los accionistas, con el fin de incrementar los recursos de la organización, cuando el sector está en caída.

La estructura es vertical y cuenta en cada área con personal capacitado y comprometido con los objetivos de la organización, asegurando que las actividades desarrolladas y decisiones tomadas sean transparentes, honestas y generen confianza para los *stakeholders*; además cuenta con un *staff* altamente capacitado que asesora sobre temas relevantes para el buen funcionamiento y crecimiento de la empresa.

Análisis de Riesgos

El grupo constructor Garzón Holguín no cotiza en la Bolsa de Valores de Colombia, aunque los proyectos que se desarrollan si manejan diversos tipos de riesgos, debido a que se deben tener en cuenta los aspectos económicos, psicológicos y expectativas de los potenciales clientes y las características políticas, económicas y sociales del municipio y el país. De la misma forma, se deben conocer los aspectos legales, fiscales y contables.

El riesgo más latente es el de la tasa de interés que maneja el mercado, básicamente la financiación de las casas que compran los clientes dependen de las tasas de interés, definidas por la política monetaria del Banco de la Republica de Colombia, en 2015 se manejó un incremento de 30 puntos básicos (Banco Davivienda, 2016).

Están 50 mil coberturas de subsidio a la tasa de interés para vivienda nueva entre 87-216 millones de pesos (segmento de 135-335 SMLV), prevista para el periodo 2016-2017. Por el otro, está la adición de 30 mil cupos para el programa “Mi Casa Ya”, con lo cual se llega a un agregado de 130.000 coberturas en el total de esta iniciativa. (CAMACOL, 2015).

Es de resaltar que el gobierno ha incentivado el crecimiento del PIB de la construcción a través de los diversos proyectos de vivienda, como son: PIPE 2.0, viviendas de interés social (VIS), FRECH II, Mi Casa Ya, Viviendas gratis, Mi Casa Ahorro, Mi Casa Ya-ahorradores y Mi Casa Ya-Subsidio a la tasa (CAMACOL, 2016); esta iniciativa puede generar alzas en los precios de los terrenos, las edificaciones, las licencias y la mano de obra (Banco Davivienda, 2016).

Además la constructora trata de minimizar riesgos con los materiales, comprando el cemento y el hierro, que son fundamentales en la construcción a empresas nacionales, y todo demás a proveedores locales, debido a que hay materiales que generan sobrecostos por retrasos en la entrega y bodegaje, además el departamento del Cauca presenta constantes bloqueos o alteraciones de orden público, que pueden llegar a retrasar aproximadamente 20 días al año las obras.

Contra los riesgos operativos se han implementado políticas de calidad como la ISO9001, normas de Seguridad Industrial y Salud Ocupacional – (SISO), que ayudan a manejar de manera apropiada el trabajo en las alturas de los obreros y el adecuado manejo de la maquinaria liviana y pesada, evitando demandas o sanciones por lesiones o muerte de los trabajadores.

Financieramente se manejan contratos con vigencias futuras para mitigar la escases de materia prima y la variación en los precios. Además existen riesgos legales con los otorgamientos de las licencias ambientales y de construcción, debido a que la ciudad de Popayán está afrontando problemas viales de alcantarillado y acueducto, producto del crecimiento de la población, lo que conlleva al aumento de vehículos particulares en las

vías, generando polución, trancones, accidentes y el deterioro de las vías y el medio ambiente; así mismo se deben construir y establecer disponibilidad de escuelas, colegios, transporte y servicios públicos.

Efecto del Micro y Macro Ambiente Sobre la Empresa

Análisis FODA

Tabla 3. Análisis de Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas

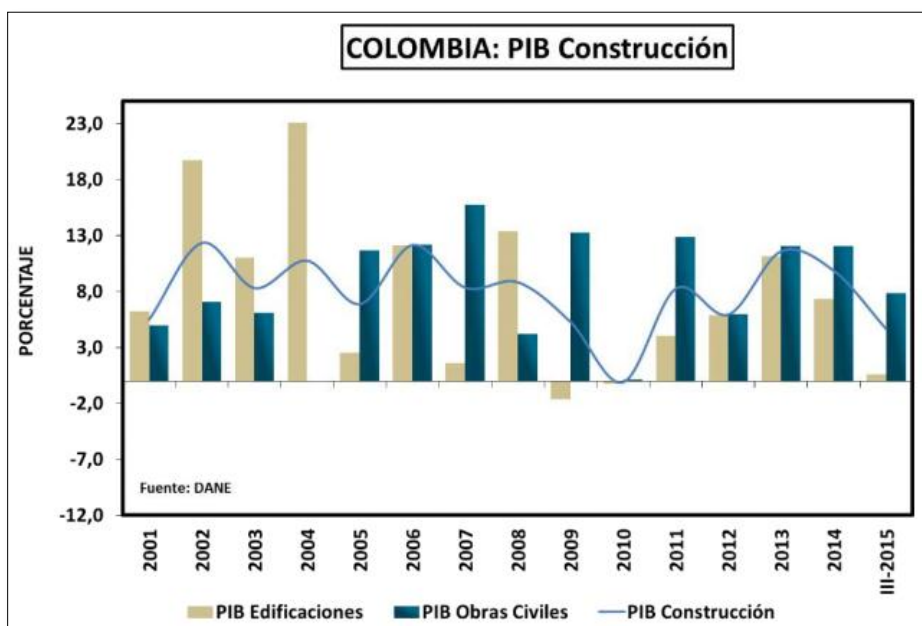
Fortaleza	Oportunidades
Autonomía organizacional y políticas de gobierno corporativo firmes y de largo plazo, que le permite tener coherencia en sus planes futuros.	Desarrollo de la segunda fase de los proyectos de vivienda estatales Ley 1537 de 2012.
Experiencia y reconocimiento en sector, que la ubica como la cuarta empresa constructora líder en la ciudad de Popayán debido a la calidad en las estructuras, diseños innovadores y acabados de alta gama.	Posibilidad de incursionar en la construcción de centros comercial, centros de entretenimiento, plazoletas de comercio, locales comerciales, clínicas y colegios para una población futura en norte de Popayán.
Modelo de negocio enfocado a incorporar las nuevas tendencias en construcción y diseño que le permite optimizar procesos y tener tiempos de ejecución más cortos.	Puesta en marcha del nuevo POT de Popayán, que permite una expansión y crecimiento hacia el norte, donde la constructora tiene varios terrenos con ubicación estratégica.
Debilidades	Amenazas
Empresa familiar constituida y dirigida por personas con grado de consanguinidad y afinidad, que dificulta que la toma de decisiones, generando retrocesos y retrasos.	Demoras en los trámites de las licencias que puedan retrasar la iniciación de proyectos y generar cambios en los diseños.
Área Comercial y de mercadeo. La venta de las viviendas se inicia cuando el 50% de las viviendas están construidas, que dificultan el flujo de fondos de la empresa en los primeros años de los proyectos.	Aumento en el precio de la tierra en la ciudad, con variaciones positivas en el precio por metro cuadrado, que ha incrementado el precio de la vivienda nueva en un 17,33%.
Demanda de ingresos y liquidez en las primeras etapas de los proyectos, ya que el financiamiento bancario no es posible hasta que no se tenga el 60% de separado.	Nuevas constructoras en la ciudad, que están desarrollando grandes proyectos, (Tabla 2) que afecta la oferta de estratos 3 y 4.

Fuente: Elaboración Propia

Análisis de la industria

En Colombia, el sector de la construcción está compuesto por los subsectores: edificaciones e infraestructura, también cuenta con empresas que fabrican los materiales para la construcción, cada subsector está reglamentado y tiene unos parámetros diferentes para su normal desarrollo, sin embargo, es evidente que en los últimos años ha estado jalonado el PIB nacional, como se muestra en la figura 4.

Figura 4. PIB Construcción 2001 – 2015



Fuente: Asociación Nacional de Empresas Colombianas – ANDI (2015)

Siendo así, el sector de construcción a nivel nacional es una industria amplia, variada y con una competencia agresiva que generó un 8.1% de crecimiento promedio entre 2000-2014 (Andi, 2016); además, es un sector donde la participación de mercado que poseen las compañías principales es menor al 10%.

Igualmente, el sector de la construcción en Colombia tiene una participación de aproximadamente 4.000 empresas, que han generado un crecimiento en el PIB constructor en 2016 de 5,8%, porcentaje superior al crecimiento registrado en la economía nacional, que fue de 1.2% (CAMACOL, 2016), donde se identifican grandes empresas como Construcciones el Cóndor, Conconcreto, Constructora Bolívar, Odínsa, Constructora Colpatria, Conalvías, entre otros.

En la tabla 4, se pueden observar datos relevantes de la industria, con los que se puede determinar la importancia de la construcción en la economía del país.

Tabla 4. Datos de la industria de la construcción

Variables	2015	2016
PIB Nacional	3,30%	1,20%
PIB Construcción	0,30%	5,80%
Número de Viviendas	200.000	230.000
Área construida (m ²)	5.396.705	4.822.902
Licencias Aprobadas (m ²)	2.133.576	2.217.222

Fuente: Elaboración propia, basado en información estadística del (DANE, 2016).

La industria de la construcción de edificaciones ha sido impulsada por el gobierno nacional en los últimos años, con proyectos ambiciosos que pretenden jalonar el empleo mejorando los índices de desempleo que maneja el país; de igual modo ha querido fortalecer la adquisición de vivienda a través de créditos hipotecarios, subsidios directos y subsidios a la tasa de interés, después de la crisis hipotecaria registrada en 1998. Además se ha pasado de 1,6 unidades construidas por 1.000 habitantes en el 2000, a 6 unidades en 2013, basado en último censo del DANE (Portafolio, 2015).

El aumento en el número de viviendas construidas maneja un área licenciada de 2.217.222 m², con un área construida de 4.822.902 m², que en 2015 registra unos índices de 4.3% de viviendas propias que están siendo pagadas (Ver tabla 5), usualmente con asignación de créditos hipotecarios que han crecido un 18% (Banco Davivienda, 2016), además un aumento de 0,2% de viviendas que ya han sido pagadas; aunque se muestra un aumento en el ítem arriendo, que puede deberse a los desplazamientos o necesidad de movilidad de la población y familias de escasos recursos, que no tienen la capacidad de ahorro para acceder a los proyectos (Camacol, 2015).

Tabla 5. Hogares por tenencia de vivienda

Proporción de Hogares con:	2013	2014	2015
Vivienda Propia pagada	43,0%	41,4%	41,6%
Vivienda Propia pagándola	4,1%	4,3%	4,3%
Arriendo	34,8%	36,2%	37,3%
Usufructo	16,3%	15,4%	14,5%
Posesión sin título	1,8%	2,8%	2,2%

Fuente: Elaboración propia, basado en información estadística del (DANE, 2016) y (Portafolio, 2015).

Análisis de la Compañía

Para el análisis de la compañía se optó por utilizar la herramienta del Canvas, cuya finalidad es identificar el modelo de negocio. “Un modelo de negocio describe las bases sobre las que una empresa crea, proporciona y capta valor”. (Osterwalder & Pigneur, 2011, pág. 14).

Propuesta de valor: El grupo constructor Garzón Holguín está dedicado a la construcción y comercialización de soluciones de vivienda con la relación costo beneficio más conveniente del mercado.

Segmentos de mercado: Aunque el grupo constructor ha desarrollado proyectos para los diferentes estratos socioeconómicos, a través del tiempo se identificó que el segmento objetivo son las familias de estratos 3 y 4, que demanden proyectos de viviendas multi o uni familiares con buenos acabados y urbanismos con zonas comunes que se puedan aprovechar por todos los integrantes de la familia en general.

Canales: Los canales de comunicación, distribución y ventas que el grupo constructor Garzón Holguín ha implementado, se basan en una mecánica que se explica en los siguientes pasos:

- 1- **Publicidad:** Se utilizan los medios publicitarios más comunes. Radio, Revistas, Ferias inmobiliarias y desde hace unos años las redes sociales y pagina web, con el propósito de atraer a los posibles clientes.
- 2- **Sala de venta:** La sala de ventas es un lugar físico donde el objetivo es brindarle al cliente la información necesaria para que elija los proyectos. También, es el lugar donde se le da un acompañamiento al cliente cuando ya ha realizado la compra.
- 3- **Casa y/o Apartamentos modelo:** Un aspecto diferenciador de la empresa es que genera una vivienda, tal cual se ofrece en la publicidad y en la sala de ventas. Este aspecto es primordial, ya que los futuros clientes pueden experimentar de forma real y verídica el producto que se ofrece.

Relación con el cliente: La relación con el cliente es personalizada y se maneja un acompañamiento durante la venta y las post-venta. Esto debido a que los clientes tienen diferentes maneras de financiar su vivienda.

Recursos clave: Los recursos clave para que el modelo de negocio funcione son los predios urbanos o urbanizables. Cabe destacar que la tierra es el activo estratégico para desarrollar proyectos de construcción.

Actividades Clave: La realización de los diseños arquitectónicos, de acuerdo a las necesidades que el mercado demanda, es la actividad más importante durante el proyecto. Estos diseños arquitectónicos son tan completos que determinan todos los detalles que la vivienda va a tener.

Asociaciones Clave: Los aliados estratégicos de la compañía son todos los maestros de obra especialistas en cada una de las etapas de la construcción. El modelo de esta compañía se basa en la subcontratación de las fases, como lo son: Cimentación, Mampostería, Redes Eléctricas, Redes Hidro-sanitario, entre otros. Por lo tanto, el control de obra e interventoría se convierten en actividades estratégicas.

Fuentes de ingresos: Las fuentes de ingresos del modelo de negocio son las ventas puntuales de las viviendas. Estas ventas están dadas en tres etapas. La primera es la separación, que es por lo general del 5% al 10%. La segunda, que son los abonos a la cuota inicial, es decir, abonos para completar el 30% del valor de la vivienda. Y tercero, el desembolso de los 70% que el cliente ha financiado con el banco. Cabe resaltar que hay clientes que no hacen crédito, por lo que la vivienda la pagan en cuotas hasta el día de la entrega o en una sola cuota.

Estructura de costes: La estructura de costes la determina el costo variable del metro cuadrado construido. Es decir, la mano de obra empleada (Asociaciones Clave) y la materia prima para cada metro cuadrado construido. Adicionalmente, hay unos costos

fijos necesarios desde la concepción del proyecto, como lo son el terreno urbanizable y los diseños.

Problemas de la Industria y Tendencias Actuales

Stakeholders

El sector de la construcción está compuesto por varios actores principales, que son afectados por la dinámica de la empresa, y a su vez, afectan el normal desarrollo de los proyectos que se ejecutan, como se presenta en la figura 5.

Figura 5. Stakeholders del Grupo Constructor Garzón Holguín



Fuente: Elaboración Propia

Análisis de Porter

Para el análisis del entorno próximo, en el que está inmerso la empresa, se utilizará el modelo estratégico de las Cinco Fuerzas de Michael E. Porter, que sugiere un análisis de diferentes factores que pueden influir en la obtención de utilidad y rentabilidad futura. (Porter, 2008):

Proveedores

El Grupo Constructor Garzón Holguín hace una selección adecuada y oportuna de sus proveedores nacionales y locales, porque los precios en esta industria son determinantes, y son constantemente afectados por las fluctuaciones que tiene la tasa de cambio (Dinero, 2015) y por los mecanismos de transmisión que maneja el país.

Para las edificaciones se manejan diversos tipos de materiales (Ver Tabla 6), con proveedores a nivel nacional como: la empresa Acería Paz del Río y Argos, las negociaciones con ellos se hacen con descuentos por volumen de compra y no se manejan contratos de exclusividad, aunque en el mercado hay amplia oferta es difícil cambiar a estos proveedores por los precios que manejan.

A nivel local se goza de una ventaja respecto a la competencia con la empresa Cementos Cauca, que distribuye tuberías, mampostería eléctrica; y el centro de Acopio del Cauca, es quien distribuye los materiales pétreos, asegurando la calidad en los materiales. Además, lo que tiene que ver con obra blanca se maneja con ferreterías locales de trayectoria que permiten tener calidad a buenos precios, logrando bajar los gastos de arrendamiento y seguridad de bodegas, ya que ellas ejecutan la entrega cuando la obra lo necesita.

Tabla 6. Materiales de construcción

Materiales	
Materiales pétreos	
Piedra	Granito, Mármol, Grava, Yeso, Escayola, Cemento
Arena	Vidrio, Arena de puerto
Arcilla	Ladrillos, Tejas, Azulejos
Materiales Metálicos	
Acero	Perfiles, Varillas, Acero Inoxidable
Hierro	Elementos Estructurales
Materiales Orgánicos	Madera
Materiales derivados del petróleo	Tubería PVC, Alquitrán, Pintura, Silicona, Asfalto, Esmaltes, Barniz.

Fuente: Elaboración Propia

Se puede concluir que el poder de negociación que tienen los proveedores es bajo, debido a la gran cantidad de proveedores que existen en el mercado.

Cientes

Los clientes de la constructora están definidos por dos condiciones: Necesidad de vivienda y Capacidad económica para adquirirla, esta capacidad está dada por una serie de requisitos que se hacen necesarios al momento de buscar proyectos de vivienda:

- Un valor en efectivo o similares para hacer la separación en el proyecto usualmente es 23 SMMLV.
- Una cuota inicial del 30% que puede financiarse en forma de cuotas vencidas mensuales, bimensuales y trimestrales, hasta unos días antes de la entrega de la vivienda.
- Una saldo final del 70% que se debe hacer el día de la entrega de la vivienda, que usualmente se maneja con créditos de entidades financieras.

Por otro lado, la constructora puede ofrecerle a sus clientes dos alternativas de vivienda; casas o apartamento, aunque es evidente la tendencia de mercado de construir rascacielos para disminuir los costos del suelo y aprovechar los espacios que en las zonas urbanas son limitados (Dinero, 2016). En Popayán esta tendencia ha cambiado desde el último censo poblacional, que se realizó en 2005 y que arrojó que un 83,8% del tipo de viviendas eran casas, 10,8% eran apartamentos y el 5,4% son cuartos, sin embargo, la actual oferta muestra una mayor proporción de apartamentos. (DANE, 2005)

Figura 6. Oferta habitacional en la ciudad de Popayán 2016



Fuente: Elaboración Propia.

El poder de los clientes es bajo, debido a que las compras son individuales y se manejan por criterios personales y financieros de cada cliente potencial. Adicionalmente, las necesidades de vivienda siguen siendo altas en el país (Dane, 2005).

Barreras de Entrada

El sector de la construcción presenta grandes barreras de entrada para nuevos competidores, la barrera más significativa es la financiación, ya que las empresas deben tener un músculo financiero importante para poder iniciar y mantener los proyectos, al mismo tiempo deben tener los terrenos en los que desarrollaran las construcciones, que usualmente son costosos y están ubicados en zonas con limitaciones ambientales, sanitarias y de acceso; en donde se debe además invertir en solucionar estos problemas, generando externalidades positivas en el área de influencia. No obstante, se debe contar con variada propiedad, planta y equipo, tecnología de punta y KTNO que permita cumplir con los compromisos, por lo mínimo, a un año (Revista Dinero, 2014).

Las barreras que se manejan favorecen que no entren nuevos competidores, sin embargo, ninguna empresa ha logrado posicionarse con un alto “*Top of Mind*” en el mercado.

Rivalidad entre Competidores

Existe una alta rivalidad entre los competidores, como resultado de las políticas de vivienda impulsadas por el gobierno, que hace que la mayoría de empresas estén enfocadas en construcción de viviendas para los estratos 2 y 3, con rangos de precios menores a 135 SMMLV con el fin de que estas cumplan con los requisitos que exige el Estado para otorgar los subsidios.

Ahora bien, no se generan ataques fuertes entre los competidores, pero existe una guerra publicitaria en los precios, que no permite al consumidor examinar con objetividad la relación precio - metros cuadrados.

Productos Sustitutos

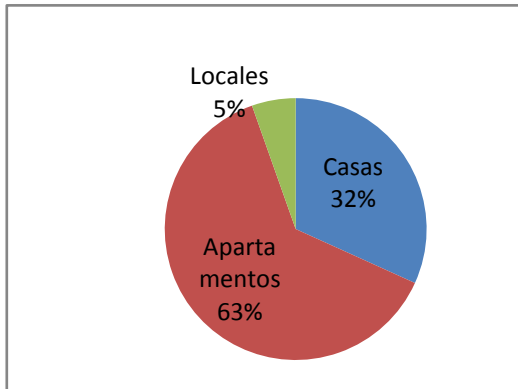
La industria de la construcción de viviendas tiene básicamente un solo producto sustituto, que son las viviendas usadas. Por otra parte, los clientes potenciales tienen otras prioridades diferentes de la marca, como por ejemplo: la seguridad, precio, ubicación, transporte entre otras.

Análisis del mercado

El mercado de la vivienda en Popayán se caracteriza por tener pequeños ofertantes con aproximadamente 160 unidades a la venta, demandantes que van del estrato 1 al 6, siendo el seis el de mayor poder adquisitivo, barreras de entrada alta, especialmente las financieras, y un solo productos sustituto.

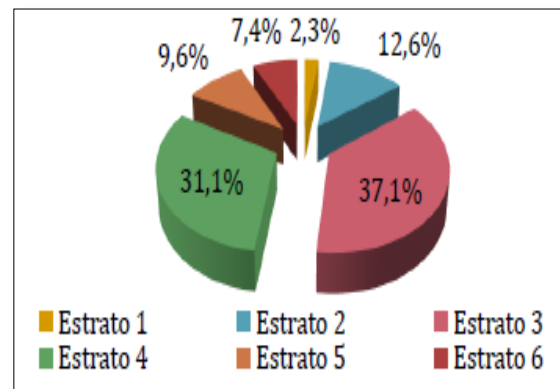
La oferta está determinada por aproximadamente 16 constructoras legalmente establecidas, que tienen a la venta casas nuevas, apartamentos, locales y oficinas, evidenciando que hay un oferta del 63% de vivienda tipo apartamentos, un 32% de vivienda tipo casa y que hay un nicho de mercado en locales y oficinas en el que la compañía puede incursionar porque solo representa un 5% del mercado (Ver Figura 7). Además, CAMACOL en su informe anual, deja al descubierto que hay una amplia oferta en los estratos 3 y 4 con 37,1% y 31,1% respectivamente, manejando grandes stocks habitacionales (ver Figura 8).

Figura 7. Oferta habitacional y comercial en Popayán. 2016



Fuente: Elaboración Propia.

Figura 8. Oferta de vivienda disponible- octubre 2016



Fuente: Cámara Colombiana de la Construcción (CAMACOL, 2016)

La demanda está determinada por una población objetivo entre los 25 y 50 años, usualmente profesionales que tienen un núcleo familiar con salarios superiores a 4 SMMLV, que buscan satisfacer sus necesidades así:

- Estratos 2 y 3 optan por mayor cantidad de habitaciones, amplitud en los baños, cocinas pequeñas. Enfocados en el precio (Marca Tactica, 2016).
- Estratos 4 y 5, les gusta amplitud en cocina como centro de reuniones, salas amplias, habitaciones grandes, ventanales de piso a techo, acabados modernos. Enfoque al sector (Marca Tactica, 2016).
- Estrato 6, aprecian salas grandes como enfoque social, cocinas, habitaciones y baños amplios e iluminados. Enfoque Personalizado con tendencia a la Privacidad (Marca Tactica, 2016).

Los precios de las viviendas en Popayán manejan los datos promedios que se presentan en la tabla 7.

Tabla 7. Oferta habitacional promedio

Oferta Habitacional (Promedio)			
Estrato	Precio	Precio X M2	Área M2
2 - 3	77.656.250	1.941.273	40
3 - 4	210.000.000	2.000.000	105
4 - 5	299.992.000	2.151.916	146

Fuente: Elaboración Propia.

Valoración

A continuación se hace el procedimiento para valorar el grupo constructor Garzón Holguín, por medio del método del Flujo de Caja Libre Descotado. Para ello se utilizan los estados financieros desde el año 2011 hasta el 2016, y se proyectan los 5 años siguientes, teniendo en cuenta información macroeconómica relevante.

Análisis Financiero

Antes de entrar a la valoración de la empresa se necesita conocer los resultados financieros y sus proyecciones, para ello se hace uso de los indicadores financieros más importantes con el fin de entender el comportamiento de la compañía, en relación a la rentabilidad, liquidez y capacidad de endeudamiento (Ver Tabla 8). Los indicadores se calcularon teniendo en cuenta los estados financieros (Ver anexo 1, 2, 3 y 4).

Estos indicadores financieros muestran, de manera general, que la empresa tiene buena liquidez, podría llegar a endeudarse más y que en promedio las rentabilidades son buenas. Sin embargo, el 2016 no fue el mejor para la compañía, puso al límite todos sus indicadores, sacrificando la liquidez sobre todos los demás aspectos. Adicionalmente, los

años siguientes, según las proyecciones realizadas, la compañía tiende a mejorar y a ser una empresa con buenas posibilidades de crecimiento sostenible.

Tabla 8. Indicadores financieros grupo constructor Garzón Holguín.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<i>ROE</i>	7.6%	15.3%	28.9%	28.5%	3.9%	1.7%	48.2%	42.5%	70.0%	64.3%	67.8%
<i>ROA</i>	3.2%	4.3%	7.5%	11.2%	1.0%	0.4%	21.0%	21.8%	33.2%	37.3%	43.7%
<i>Razón Corriente</i>	5.02	7.05	2.12	2.99	1.05	2.34	3.57	3.71	3.41	2.55	2.45
<i>Prueba acida</i>	1.06	2.29	1.05	2.61	0.64	0.41	0.82	1.99	2.12	1.68	1.82
<i>Endeudamiento sobre patrimonio</i>	1.33	2.53	2.83	1.54	2.89	3.59	1.30	0.95	1.11	0.73	0.55
<i>Endeudamiento sobre activos</i>	0.57	0.72	0.74	0.61	0.74	0.78	0.56	0.49	0.53	0.42	0.36

Fuente: Elaboración propia con base en estados financieros de la empresa.

Proyecciones

Las proyecciones de los estados financieros se realizaron con base a las ventas que se realizarán entre los años 2017 y 2021, conforme a la estrategia comercial y de crecimiento de la compañía (Ver anexo 2). Las principales cuentas proyectadas son las que se describen a continuación.

Ingresos Operacionales

Para proyectar los ingresos operacionales se estiman las ventas anuales según lo históricos de la compañía, considerando un incremento por los nuevos planes comerciales que la empresa implementa y un decrecimiento por la mayor oferta en el mercado. Para el grupo constructor Garzón Holguín, las ventas anuales llegan en promedio a las 70 unidades de

viviendas, pero por las estrategias implementadas se incrementa la cifra en un 15%. Por otro lado, la cuota de mercado se ve afectada por el incremento de la oferta (Ver figura 1).

Cuentas del Activo Corriente

Las proyecciones del activo corriente se determina teniendo en cuenta los inventarios y sus rotaciones, las cuentas por cobrar y el disponible. Entiéndase que los proyectos de vivienda tienen un comportamiento en el cual, en la mitad del ciclo de vida, el activo corriente llega a un máximo por los inventarios que posee en el momento y por las cuentas por cobrar que por lo general son el 70% de las viviendas.

Inversiones en Propiedad Planta y Equipo

Las inversiones en PPE, se hacen teniendo en cuenta la operación del modelo de negocio y la planificación de los proyectos futuros. La inversión más importante se hace en Propiedad (Terreno Urbanizable), que es el activo estratégico de la compañía por lo que sin terrenos no sería viable el modelo de negocio. Por otro lado la compañía invierte periódicamente en la renovación y continuo mantenimiento de los equipos de construcción para que no se queden obsoletos y sigan vigentes a través de los años. Cabe destacar que la tecnología en construcción no ha tenido cambios significativos a través de los años ya que se siguen construyendo las viviendas como es tradicional, Hierro y Concreto en su mayoría.

Cuentas del Pasivo Corriente

Las cuentas del pasivo corriente se proyectan teniendo en cuenta las obligaciones financieras a corto plazo y las cuentas por pagar, que en su mayoría equivalen a los anticipos (30% del valor de la vivienda) y a los proveedores.

Pasivos de Largo Plazo

Las deudas a largo plazo, históricamente se han manejado en la mitad del ciclo de vida de cada proyecto que la constructora desarrolla, esto se debe a que todos los bancos necesitan tener una garantía sobre el cupo asignado a la empresa. Para ello, los bancos primero analizan las separaciones y acogida que ha tenido el proyecto, es decir, hasta que no se haya separado el 60% y no haya un avance significativo en obra construida, los bancos no están en disposición de desembolsar ningún tipo de crédito constructivo. Es por esta razón que la estructura financiera de la compañía tiende a ser 100% Capital Equity.

Parámetros de la Valoración

Una vez analizada la situación financiera de la empresa, se prosigue a valorarla, objetivo final de este documento. Para la valoración del Grupo Constructora Garzón Holguín, se optó por el método del descuento de flujos de caja libre. Se darán algunas recomendaciones para mejorar la estructura financiera y algunas pautas para poder generar valor a los accionistas, teniendo en cuenta las variables mencionadas anteriormente en este documento, como: posibilidad de créditos, financiación con proveedores, modelo de negocio de la compañía y financiación con anticipos (cuentas por pagar a clientes).

Variables Generadoras de Valor

Para la valoración se necesita conocer las variables generadoras de valor, que son el crecimiento “g”, el retorno del capital invertido “ROIC” y la tasa de reinversión “IR”, con estas variables proyectadas se puede tener un estimado de si la empresa está generando valor o está destruyendo valor.

Retorno del Capital Invertido “ROIC”: El retorno del capital invertido ($ROIC = NOPLAT / \text{Capital Invertido Neto}$), que indica el rendimiento anual de la inversión en capital de trabajo neto operativo y las inversiones a largo plazo, está directamente relacionado con el comportamiento del ciclo de vida de la empresa. El grupo constructor está en un ciclo de vida de crecimiento (Bender & Ward, 2002), donde la tendencia de las ventas viene en crecimiento y se generan flujos de caja con tendencia positiva. Sin embargo, cuando la empresa está en crecimiento, el riesgo innato del negocio es alto, es decir, hay posibilidades de que el modelo de negocio no sea sostenible en el tiempo (Bender & Ward, 2002)

Tasa de reinversión “IR”: (Variación del capital invertido neto / Noplat), que indica la relación entre la diferencia de la inversión en capital invertido neto de dos años consecutivos y la utilidad operativa después de impuestos. La tasa de reinversión es resultado de la operación del modelo de negocio. En los proyectos de vivienda, los primeros años es donde más se invierte en el proyecto, ya sea en capital del trabajo neto operativo, o en activos a largo plazo y donde las ventas, a duras penas, suplen las inversiones que se realiza.

Tasa de crecimiento “g”: para determinar la tasa de crecimientos “g”, se utiliza la metodología definida por Mckinsey & Company que indica que ($g = ROIC \times IR$) (McKinsey, 2010). Por lo tanto, la tasa de crecimiento para el grupo constructor tendrá un comportamiento afectado, más que todo por la tasa de reinversión, que no es constante y varía a través de los años, de acuerdo al desarrollo del modelo de negocio.

Calculo del costo patrimonio

El costo del patrimonio se calcula por medio del método del CAPM (Capital Asset Pricing Model) y teniendo en cuenta la proporción Deuda – Equity para apalancar el costo del capital desapalancado K_u . Como se podrá observar más adelante, el K_u es muy similar al K_e , debido a que la empresa tiende a tener una estructura financiera 100% Equity.

Tasa libre de riesgo R_f

La tasa libre de riesgo, con la cual se hace la valoración del grupo constructor Garzón Holguín es el rendimiento de los Yield Bonds de los Estados Unidos a 10 años. Por lo tanto, y como última actualización de la valoración, se optó por la tasa de 2,48% (U.S. Department Of The Treasury, 2017)

Beta “ β ”

Otra de las variables importantes para la valoración de la compañía es el Beta, el cual se tomó del promedio de los betas desapalancados del sector de la ingeniería y la construcción en los Estados Unidos. El valor del Beta desapalancado fue de 0.6675 (Damodaran, 2017).

Rentabilidad del Mercado R_m

Para el cálculo de la rentabilidad del mercado, se tomaron los valores históricos del S&P 500 (Standard and Poor’s 500), que es el indicador que abarca las 500 empresas más rentables del mercado estadounidense. El valor de la rentabilidad del mercado R_m fue de 11.71%.

Tasa impositiva

La tasa impositiva utilizada para la valoración de la compañía es del 34%.

Devaluación del pesos frente al dólar Dev Col\$/USD\$ y Riesgo País

Como se ha manifestado en este documento, las diferentes variables para llevar a cabo la valoración se han obtenido del mercado estadounidense, por lo que hay que hacer una corrección, utilizando la devaluación o valuación del peso colombiano frente al dólar estadounidense. Estas proyecciones de la devaluación se toman de los cálculos de una de las instituciones financieras más grandes de Colombia, como lo es BANCOLOMBIA. (BanColombia, 2017). A su vez, la otra variable que se toma para corregir las cifras es el riesgo país, que esta vez se tomó de los datos del Banco Central de Perú (Banco Central del Perú, 2017).

Costo de la deuda K_d

El costo de la deuda son los intereses pagados a la deuda con relación a la deuda inmediatamente anterior. Por eso tenemos un K_d variable a través de los años, y como se espera, es proporcional a las necesidades del modelo de negocio. Sin embargo, la coyuntura del medio más los requisitos exigidos por las entidades financieras hacen que una empresa que está creciendo, como es el caso del grupo constructor, no tenga acceso fácil a los créditos financieros, limitando así la estructura financiera del modelo.

Costo del Patrimonio K_e

Con las variables mencionadas anteriormente, se puede calcular el costo del patrimonio desapalancado “ K_u ”, mediante el modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model).

$$K_u(USD) = R_f + \beta_u \times (R_m - R_f) + \text{Riesgo Pais}$$

Sin embargo, el costo del patrimonio está en dólares, por lo que hacemos la corrección con la devaluación del peso frente al dólar para determinar el costo del patrimonio en pesos colombianos.

$$K_u(COL) = (1 + K_u(USD)) \times (1 + Dev_{Col \rightarrow Usd}) - 1$$

Por lo tanto, el costo del capital Ke, es:

$$K_e = K_u + \left[(K_u - K_d) \times \left(\frac{\%D}{\%E} \right) \right]$$

Como la estructura financiera del modelo de negocio es prácticamente solo capital, es decir, %E >> %D, entonces la relación %D/%E tiende a ser cero, por lo que el Ke es prácticamente igual al Ku. Esto se debe a que las posibilidades de obtener una financiación mediante deuda es muy complicado, debido a los requisitos que se exigen en el medio.

WACC

Por último, se halla el costo de capital promedio ponderado WACC, que es la tasa a la cual se descuentan los flujos de caja libre de las proyecciones, para así poder valorar la empresa.

El WACC se calcula así:

$$WACC = [\%D \times K_d \times (1 - Tax)] + [\%E \times K_e]$$

De igual manera el WACC tiende a ser igual al costo de capital Ke, por lo que el peso de la deuda es muy pequeño.

Tabla 9. Calculo del costo de capital

	2017	2018	2019	2020	2021
Rf	2.48%	2.48%	2.48%	2.48%	2.48%
Bu	0.667	0.667	0.667	0.667	0.667
Rm	11.71%	11.71%	11.71%	11.71%	11.71%
Riesgo País	2.39%	2.39%	2.39%	2.39%	2.39%
Ku (US)	11.04%	11.04%	11.04%	11.04%	11.04%
Devaluación	-3.30%	-0.30%	-2.10%	-2.80%	-1.80%
Ku (COL)	7.37%	10.70%	8.70%	7.93%	9.04%
%D t-1	0.42%	0.27%	0.43%	0.53%	0.28%
%E t-1	99.58%	99.73%	99.57%	99.47%	99.72%
Ke	7.38%	10.69%	8.70%	7.94%	9.04%
Kd	5.60%	14.15%	10.62%	4.51%	8.00%
WACC	7.36%	10.69%	8.69%	7.92%	9.03%

Fuente: Elaboración propia

Flujos de caja Libre

Para el cálculo del flujo de caja libre se optó por la fórmula de (FCL=NOPLAT-Inversión Neta) para cada uno de los años de la valoración, tal y como se puede observar en la tabla 10. También se observa que los FCL tienen una tendencia positiva a través de los años.

Valor terminal

Una vez estimados los Flujos de caja libres, se calcula el valor terminal de la empresa, donde se entiende que la empresa funcionará a perpetuidad con un crecimiento del 7%. La fórmula utilizada es la siguiente.

$$V_{terminal} = \frac{FCL_t \times (1 + g_t)}{WACC - g_t}$$

Valoración de la empresa

Una vez analizada la empresa, se prosigue a realizar la valoración, utilizando el método del Flujo de caja libre descontado. Para el 2016, la empresa tiene un Valor Operativo de la Empresa (VOE) igual a \$COL 502.841.505.459, teniendo en cuenta las partidas no operativas, como la deuda financiera, la empresa tiene un Valor Total de COL\$ 500.752.465.234. Sabiendo que la empresa se constituyó con 140.000 acciones, entonces el precio de la acción a 2016 es de COL\$ 3.576.803 (Ver tabla 10).

Análisis de Sensibilidad

Después de conocer el valor de la empresa, se realiza un análisis de sensibilidad del Valor terminal de la empresa, ante cambios en el crecimiento “g” y el WACC (Ver tabla 11). El valor terminal de la empresa aumenta considerablemente cuando el crecimiento “g” aumenta y/o cuando el WACC disminuye. Sin embargo, el valor terminal tiene cambios más pronunciados ante cambios del WACC, por lo que se podría concluir que la empresa tiene que estar constantemente controlando la estructura financiera para poder cumplir con su objetivo primordial, que es el de generar EVA a todos sus stakeholders.

Tabla 100. Valoración de la empresa y precio por acción.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
NOPLAT		\$ 2,506,582,457	\$ 3,875,043,585	\$ 7,185,014,335	\$ 10,861,026,936	\$ 14,183,577,250
Inversión Neta		\$ -1,961,556,238	\$ -3,872,815,139	\$ -3,554,011,033	\$ -5,770,984,809	\$ -1,584,214,191
Flujo de Caja Libre		\$ 545,026,219	\$ 2,228,446	\$ 3,631,003,303	\$ 5,090,042,127	\$ 12,599,363,060
Valor Terminal						\$741,003,123,746
Valor Operativo de la Empresa	\$502,841,505,459	\$539,320,998,794	\$596,966,672,287	\$645,198,581,641	\$691,195,283,267	\$741,003,123,746
Deuda Fra. corto Plazo	\$ -350,000,000	\$ -150,000,000	\$ -889,654,987	\$ -889,654,987	\$ -789,654,987	\$ -789,654,987
Deuda Fra. Largo Plazo	\$ -1,739,040,225	\$ -1,311,855,021	\$ -1,696,524,838	\$ -2,544,787,257	\$ -1,144,787,257	\$ -1,144,787,257
Valor Total de la empresa	\$500,752,465,234	\$537,859,143,773	\$594,380,492,462	\$641,764,139,397	\$689,260,841,023	\$739,068,681,503
No de acciones	14.000	14.000	14.000	14.000	14.000	14.000
Precio por acción	\$ 3,576,803	\$ 3,841,851	\$ 4,245,575	\$ 4,584,030	\$ 4,923,292	\$ 5,279,062

Fuente: Elaboración Propia

Tabla 11: Sensibilidad del valor terminal.

Sensibilidad del valor terminal ante cambios en g y el WACC		g		
		6.7%	7.2%	7.7%
WACC	8.0%	1,016,321,921,551	1,641,549,846,379	4,203,445,534,063
	9.0%	578,787,156,555	741,003,123,746	1,025,846,423,421
	10.0%	404,602,517,264	478,500,139,916	584,211,283,732

Fuente: Elaboracion Propia

Conclusiones y Recomendaciones

- Como resultado de la valoración del Grupo Constructor Garzón Holguín, existe una propensión al crecimiento y generación de valor, que permitirá que la empresa incremente su valor de mercado con un precio de la acción en el 2021 de \$5'279.062, con una valoración del 48% desde el 2016.
- Se recomienda analizar la posibilidad de aumentar el porcentaje de deuda de la compañía, sin desconocer que las condiciones y requisitos que solicitan las distintas entidades financieras hacen que las posibilidades se limiten. Sin embargo, la estructura financiera podría llegar a tener una proporción de deuda del máximo 10%, que haría que el valor de la compañía, para el 2016, aumentara en casi un 18%.
- Se le recomienda al grupo constructor Garzón Holguín minimizar el riesgo del negocio y financiero, cambiando el modelo que opera en la actualidad. Se conoce que a mayor riesgo mayor rentabilidad, sin embargo, las inversiones que se realizan en terrenos urbanizables son muy elevadas, arriesgando un capital importante sin saber el éxito de los proyectos. Por lo que se sugiere compartir el riesgo y la rentabilidad con los dueños de los terrenos, esto con el propósito de que la compañía no pierda liquidez y para que crezca orgánicamente, es decir, podría entrar a desarrollar diferentes proyectos al mismo tiempo aumentando la economía de escala y la rentabilidad final.

Referencias

- Andi. (2016). *Colombia: Balance 2015 y Perspectiva 2016*. Bogota D.C.
- Banco Central del Perú. (2017, Febrero). www.bcrp.gob.pe/. Consultado: Febrero 3, 2017, de www.bcrp.gob.pe/docs/Estadisticas/Cuadros.../NC_037.xls
- Banco Davivienda. (2016). *Informe del sector Edificaciones*. Bogotá.
- BanColombia. (2017). <http://www.grupobancolombia.com>. Consultado Febrero 3, 2017, de <http://www.grupobancolombia.com/wps/portal/empresas/capital-inteligente/investigaciones-economicas/indicadores/>
- Bender, R., & Ward, K. (2002). *Corporate Financial Strategy*. Oxford: Butterworth-Heinemann.
- Camacol. (2015). *Arrendamiento en América Latina*. Bogotá.
- CAMACOL. (2015). *Plan de Impulso a la Productividad y el Empleo-PIPE 2.0*. "Informe Economico" N° 70. Bogotá.
- CAMACOL. (2016). *Balance del mercado de vivienda nueva*. "Informe Economico" N° 76. Bogotá.
- CAMACOL. (2016). *Informe de la actividad Edificadora. Diciembre 2016*. Departamento de Estudios Economicos y Tecnicos. Bogotá.
- Damodaran, A. (2017, Febrero). *Damodaran On Line*. Consultado Febrero 3, 2017, de <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- DANE. (2005). *Censo poblacional*. Bogota.
- Dane. (2005). *Dane*. Consultado Febrero 14, 2017, de <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/pobreza-y-condiciones-de-vida/deficit-de-vivienda>
- DANE. (2016, Diciembre 22). *DANE*. Consultado Enero 20 de 2017, de Departamento Administrativo Nacional de Estadística: <http://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/construccion/indicadores-economicos-alrededor-de-la-construccion>
- DANE. (2016). *IVP- Índice de Variación Predial*. Bogotá: Dane.
- Dinero. (2015, 05 13). *Dinero.com*. Consultado Enero 25 de 2017, de Revista Dinero: <http://www.dinero.com/economia/articulo/tasa-cambio-su-impacto-relaciones-comerciales/208457>

- Dinero. (2016, 3 15). "Colombia va a liderar la construcción de rascacielos en América Latina". Consultado Diciembre 20 de 2016, de Dinero.com: <http://www.dinero.com/edicion-impres/pais/articulo/construccion-de-rascacielos-en-colombia-y-el-caso-de-bd-bacata/221359>
- G&H. (2015). *Grupo Constructor Garzón & Holguín*. Consultado Noviembre 20 de 2016, from <http://www.garzonholguin.com>
- Marca Tactica. (2016, Junio). *Estudio de mercado para un proyecto de centro comercial*. Cali, Colombia.
- Marca Tactica. (2016, 9 13). Informe Final Estudio cualitativo proyecto de vivienda Colinas del Bosque en Popayán. Cali, Colombia.
- Mc Kinsey, & C. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. New Jersey: John Wiley & Sons Inc.
- Osterwalder, A., & Pigneur, Y. (2011). *Generacion de modelos de negocio*. Barcelona: Centros Libros PAPF S.L.U.
- Portafolio. (2015, abril 1). *Periodico Portafolio*. Consultado Enero 27 de 2017, de <http://www.portafolio.co/economia/finanzas/panorama-vivienda-colombia-29374>
- Porter, M. E. (2008). *Estrategia Competitiva: Tecnica para el analisis de los sectores industriales y de la competencia*. Mexico: Grupo Editorial Patria.
- Revista Dinero. (2014, 2 28). *Dinero.com*. Consultado Enero 27 de 2017, de <http://www.dinero.com/economia/articulo/construccion-vivienda-colombia/192652>
- U.S. Department Of The Treasury. (2017). Consultado Febrero 3 de 2017, from <https://www.treasury.gov/>: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yield>
- Universidad del Rosario. (2007). *Desafíos actuales de las empresas en Colombia*. Tomo II. Fascículo 6. Serie Universidad, Ciencia y Desarrollo. Bogotá.

Anexos 1. Balance General Histórico.

GRUPO GARZON HOLGUIN SAS						
NIT 900.384.064-3						
BALANCE GENERAL CLASIFICADOS CONSOLIDADO AL 31 DE DICIEMBRE 2010, 2011, 2012, 2013, 2014 Y 2015.						
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ACTIVOS						
<i>Activos Corriente</i>						
Disponible	88,841,232	1,037,687,949	331,668,728	1,760,778,677	835,059,401	321,996,530
Caja	4,116,179	531,350,133	149,943,714	7,209,918	422,839,965	212,737,361
Bancos	84,725,053	506,337,816	181,725,014	1,753,568,759	412,219,436	109,259,169
Deudores	914,027,290	2,409,345,312	3,304,473,027	2,477,682,051	1,487,709,004	655,034,557
<i>Cientes</i>	663,200,000	929,544,033	415,411,683	650,545,865	60,800,000	-
<i>Cuentas por Cobrar a Socios</i>	565,427	296,077,508	1,471,162,063	733,325,943	61,079,524	-
<i>Anticipos y Avances</i>	172,497,412	292,854,491	208,178,410	163,844,530	182,270,622	524,334,257
<i>Anticipos de Impuestos</i>	55,470,259	145,713,900	173,058,400	152,804,920	126,362,000	130,700,300
<i>Deudores varios</i>	22,294,192	745,155,380	1,036,662,471	777,160,793	1,103,351,858	-
<i>Provision</i>	-	-	-	-	46,155,000	-
Inventarios	3,757,107,093	7,180,155,956	3,692,933,366	628,409,043	1,467,736,017	4,560,744,432
<i>Obras de Construccion en Curso</i>	3,757,107,093	6,816,366,376	3,412,204,168	628,409,043	522,736,017	4,106,293,432
<i>Terreno Urbanizados por Construir</i>	-	363,789,580	280,729,198	-	300,000,000	300,000,000
<i>De Activos para la Venta</i>	-	-	-	-	645,000,000	154,451,000
Total Activos Corrientes	4,759,975,615	10,627,189,217	7,329,075,121	4,866,869,771	3,790,504,422	5,537,775,519
<i>Activos, No Corrientes</i>						
Propiedad, Planta y Equipo	40,364,888	41,954,008	605,935,534	571,928,208	3,006,207,278	3,064,591,707
Terrenos	-	-	-	-	2,917,942,422	2,921,232,922
Maquinaria y Equipo	8,915,760	8,915,760	552,226,080	556,228,706	560,373,979	575,873,979
<i>Equipo de Oficina</i>	<i>31,169,128</i>	<i>31,947,128</i>	<i>46,424,334</i>	<i>55,254,754</i>	<i>55,394,754</i>	<i>74,672,541</i>
<i>Muebles y Enseres</i>	<i>31,169,128</i>	<i>31,947,128</i>	<i>46,424,334</i>	<i>55,254,754</i>	<i>55,394,754</i>	<i>74,672,541</i>
<i>Equipo de comunicación</i>	<i>280,000</i>	<i>1,091,120</i>	<i>7,285,120</i>	<i>17,912,464</i>	<i>24,543,584</i>	<i>44,859,726</i>
<i>Equipos de Procedimiento</i>	<i>280,000</i>	<i>1,091,120</i>	<i>7,285,120</i>	<i>17,912,464</i>	<i>24,543,584</i>	<i>44,859,726</i>
<i>Depreciacion Acumulada</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>57,467,716</i>	<i>552,047,461</i>	<i>552,047,461</i>
Otros Activos	1,500,000,000	1,500,000,000	-	-	379,380,577	239,048,177
<i>Gastos Diferidos</i> <i>Otras CXC</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>179,380,577</i>	<i>39,048,177</i>
<i>Valorizaciones</i>	<i>1,500,000,000</i>	<i>1,500,000,000</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>200,000,000</i>	<i>200,000,000</i>
<i>De lote de terreno</i>	<i>1,500,000,000</i>	<i>1,500,000,000</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>200,000,000</i>	<i>200,000,000</i>
Activos No Corrientes, Totales	1,540,364,888	1,541,954,008	605,935,534	571,928,208	3,385,587,855	3,303,639,884
TOTAL ACTIVOS	6,300,340,503	12,169,143,225	7,935,010,655	5,438,797,979	7,176,092,278	8,841,415,404

PASIVOS Y PATRIMONIO	30-12-2011	30-12-2012	30-12-2013	30-12-2014	30-12-2015	30-12-2016
PASIVOS						
<i>Pasivos Corrientes</i>						
Obligaciones financieras	540,360,000	-	82,627,157	261,489,110	-	350,000,000
Corporaciones Financieras	540,360,000	-	82,627,157	261,489,110	-	350,000,000
Proveedores	214,524,872	263,896,816	167,627,274	6,204,590	120,069,287	132,039,717
Nacionales	214,524,872	263,896,816	167,627,274	6,204,590	119,435,557	129,352,969
Otras Obligaciones					633,730	2,686,748
Cuentas por pagar	19,854,845	867,542,555	2,874,078,004	1,069,502,594	3,435,092,315	1,714,546,504
<i>Costos y Gastos por pagar (Ret garantias)</i>	<i>10,009,248</i>	<i>-</i>	<i>42,255,256</i>	<i>8,539,589</i>	<i>20,223,738</i>	<i>-</i>
<i>Deuda con Socios y Accionistas</i>	<i>117,287</i>	<i>2,000,003</i>	<i>23,136,274</i>	<i>86,377,258</i>	<i>621,231,735</i>	<i>462,029,906</i>
<i>Retencion en la fuente</i>	<i>6,403,485</i>	<i>11,159,543</i>	<i>42,289,351</i>	<i>4,761,662</i>	<i>14,008,530</i>	<i>8,190,542</i>
<i>Dividendos o Participaciones por pagar</i>	<i>-</i>	<i>122,765,458</i>	<i>131,764,369</i>	<i>72,922,554</i>	<i>649,000,000</i>	<i>-</i>
<i>Impuesto a las ventas Retenido</i>	<i>317,115</i>	<i>2,077,702</i>	<i>5,067,769</i>	<i>1,411,369</i>	<i>1,585,213</i>	<i>676,653</i>
<i>Impuesto CREE por pagar</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>14,992,393</i>	<i>34,681,946</i>	<i>2,909,590</i>	<i>1,256</i>
<i>Retenciones y aportes de nomina</i>	<i>1,835,109</i>	<i>2,721,022</i>	<i>2,572,096</i>	<i>-</i>	<i>4,816,806</i>	<i>4,870,715</i>
<i>Acreedores Varios</i>	<i>1,172,601</i>	<i>726,818,827</i>	<i>2,612,000,496</i>	<i>860,808,216</i>	<i>2,121,316,703</i>	<i>1,238,779,943</i>
Impuestos, Gravámenes y Tasas	166,410,778	362,036,741	317,578,458	263,552,606	12,879,748	108,269,261
<i>Impuesto de Renta y Complementarios</i>	<i>166,410,778</i>	<i>362,036,741</i>	<i>269,236,958</i>	<i>241,590,206</i>	<i>12,879,748</i>	<i>108,269,261</i>
<i>CREE</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>48,341,500</i>	<i>21,962,400</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
Obligaciones Laborales	7,659,174	14,984,118	19,861,545	25,366,298	52,266,537	61,408,927
<i>Pasivos Estimados y Provisiones</i>	<i>7,659,174</i>	<i>14,984,118</i>	<i>19,861,545</i>	<i>25,366,298</i>	<i>52,266,537</i>	<i>61,408,927</i>
Total Pasivos Corrientes	948,809,669	1,508,460,230	3,461,772,438	1,626,115,198	3,620,307,887	2,366,264,409
<i>Pasivos No Corrientes Mediano Plazo</i>						
Anticipos y Avances Recibidos	2,598,875,426	5,197,026,507	2,244,616,447	1,479,485,690	1,630,770,401	2,810,540,276
Depositos recibidos	48,098,624	113,828,388	156,920,737	189,576,647	77,667,305	-
Fondo sanciones Salud Ocupacional					732,321	732,321
Pasivos No Corrientes Mediano Plazo, Total	2,646,974,050	5,310,854,895	2,401,537,184	1,669,062,337	1,709,170,027	2,811,272,597
<i>Pasivos No Corrientes Largo Plazo</i>						
Obligaciones financieras	-	1,901,904,928	-	-	-	1,739,040,225
<i>Corporaciones Financieras</i>	<i>-</i>	<i>1,901,904,928</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>1,739,040,225</i>
Pasivos No Corrientes Largo Plazo, Total	-	1,901,904,928	-	-	-	1,739,040,225
TOTAL PASIVOS	3,595,783,719	8,721,220,053	5,863,309,622	3,295,177,535	5,329,477,915	6,916,577,232
PATRIMONIO						
Capital Social	1,000,000,000	1,400,000,000	1,400,000,000	1,400,000,000	1,400,000,000	1,400,000,000
Valorizaciones	1,500,000,000	1,500,000,000	-	-	200,000,000	200,000,000
<i>De Lote de Terreno</i>	<i>1,500,000,000</i>	<i>1,500,000,000</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>200,000,000</i>	<i>200,000,000</i>
Reservas Obligatorias	-	20,455,677	73,202,428	133,052,289	175,314,520	175,314,520
Utilidad del ejercicio anteriores	-	-	-	-	-	117,445,317
Utilidad del ejercicio	204,556,784	527,467,495	598,498,605	610,568,155	71,299,843	32,078,336
Total Patrimonio	2,704,556,784	3,447,923,172	2,071,701,033	2,143,620,444	1,846,614,363	1,924,838,173
TOTAL PATRIMONIO Y PASIVOS	6,300,340,503	12,169,143,225	7,935,010,655	5,438,797,979	7,176,092,278	8,841,415,404

Anexos 2. Estado de Resultados Histórico.

GRUPO GARZON HOLGUIN SAS						
NIT 900.384.064-3						
ESTADO CONSOLIDADOS DE RESULTADOS POR FUNCION AL 31 DE DICIEMBRE 2011, 2012, 2013, 2014 Y 2015						
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ingresos operacionales	2,702,400,000	8,505,113,925	15,729,767,037	8,481,190,000	5,066,233,560	540,600,000
Costo de ventas	-2,090,265,628	-7,244,733,919	-13,915,142,054	-6,713,111,911	-4,181,243,184	-490,600,000
Utilidad Bruta en ventas	612,134,372	1,260,380,006	1,814,624,983	1,768,078,089	884,990,376	50,000,000
Gastos de administración	-223,729,293	-327,374,746	-722,842,869	-738,669,114	-685,119,881	-9,118,747
<i>De personal</i>	117,629,027	196,585,172	307,604,152	277,204,089	434,641,222	
<i>Honorarios</i>	66,738,958	42,124,560	189,667,062	255,694,598	141,267,252	
<i>Impuestos</i>	8,715,341	37,756,422	123,193,895	101,818,000	17,688	
<i>Seguros</i>	0	14,277,681	7,372,599	0	7,843,559	0
<i>Arrendamientos</i>	2,219,000	0	0	0	1,200,000	0
<i>Servicios</i>	4,406,900	2,807,592	8,361,518	14,907,468	1,881,650	545,054
<i>Comisiones</i>	0	0	71,000,000	0	0	0
<i>Legales</i>	11,341,660	600,000	4,129,397	8,229,793	747,466	
<i>Mantenimiento y Reparaciones</i>	866,000	200,000	230,000	10,165,340	1,507,000	8,573,693
<i>Diversos</i>	11,812,407	33,023,319	11,284,246	13,182,110	18,294,309	
<i>Provision de cartera</i>	0	0	0	0	46,155,000	0
<i>Depreciaciones</i>	0	0	0	57,467,716	31,564,735	0
Gastos de Venta	0	-8,638,280	-38,745,730	-1,423,471	0	0
<i>Servicios</i>	0	8,638,280	38,745,730	1,423,471	0	0
Utilidad Operacional	388,405,079	924,366,980	1,053,036,384	1,027,985,504	199,870,495	40,881,253
Ingresos no operacionales	1,876,838	8,916,505	6,675,661	2,401,212	29,534,132	12,518,212
<i>Financieros</i>	0	43,894	0	0	0	0
<i>Diversos</i>	0	8,872,611	1,203,278	20,000	0	0
<i>Recuperaciones</i>	0	0	0	0	13,548,088	6,366,953
<i>Indemnizaciones</i>	1,876,838	0	5,472,383	2,381,212	3,699,604	6,095,999
<i>Otros</i>	0	0	0	0	12,286,440	55,260
Gastos No Operacionales	-74,784,614	-121,604,990	-108,614,440	-73,085,355	-77,876,784	-4,795,926
<i>Financieros</i>	71,503,969	119,105,912	84,862,012	55,489,337	43,593,097	
<i>Extraordinarios</i>	1,780,645	2,499,078	8,485,281	9,790,203	31,655,688	2,857,926
<i>Diversos</i>	1,500,000	0	0	0	0	0
<i>Otros (Gastos no deducibles fiscalmente)</i>	0	0	15,267,147	7,805,815	2,628,000	1,938,000
Utilidad del Ejercicio Antes de Impuesto	315,497,303	811,678,495	951,097,605	957,301,361	151,527,843	48,603,539
Provision de Impuesto de Renta y CREE 34%	0	0	0	0	-80228000	0
Impuestos por pagar	- 110,940,519	- 284,211,000	- 259,264,000	- 257,426,206	0	(12,150,885)
Impuestos CREE por pagar	0	0	93,335,000	89,307,000	0	(4,374,319)
Utilidad Neta	204,556,784	527,467,495	598,498,605	610,568,155	71,299,843	32,078,336

Anexos 3. Balance General Proyectado.

	BALANCE GENERAL PROYECTADOS					
	GRUPO CONSTRUCTOR GARZON HOLGUIN					
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
ACTIVO						
CORRIENTE						
Disponible	321,996,530	1,428,884,489	7,686,002,031	12,193,849,873	11,753,217,159	15,762,250,512
Deudores varios	655,034,557	1,022,431,039	1,022,431,039	22,431,039	1,022,431,039	1,022,431,039
Inventarios	4,560,744,432	8,201,245,564	7,561,567,159	7,424,734,555	6,592,479,499	5,841,186,134
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	5,537,775,519	10,652,561,092	16,270,000,229	19,641,015,467	19,368,127,697	22,625,867,684
NO CORRIENTE						
Propiedad planta y equipo Bruto	3,616,639,168	1,495,406,246	1,429,784,084	1,004,919,704	10,004,919,704	10,004,919,704
Depreciación Acumulada	552,047,461	565,842,553	582,339,007	601,023,779	622,081,240	644,775,986
Propiedad planta y equipo Neto	3,064,591,707	929,563,693	847,445,078	403,895,924	9,382,838,464	9,360,143,718
Otros Activos	39,048,177	39,048,177	39,048,177	39,048,177	39,048,177	39,048,177
Diferidos	200,000,000	-	-	-	-	-
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	3,303,639,884	968,611,870	886,493,255	442,944,102	9,421,886,641	9,399,191,895
TOTAL ACTIVO	8,841,415,404	11,621,172,962	17,156,493,484	20,083,959,569	28,790,014,338	32,025,059,579
PASIVO						
CORRIENTE						
Obligaciones Financieras CP	350,000,000	150,000,000	889,654,987	889,654,987	789,654,987	789,654,987
Proveedores	132,039,717	316,867,697	304,521,710	-	-	-
Cuentas por Pagar	1,714,546,504	1,200,000,000	1,200,000,000	1,195,398,054	1,195,398,054	1,195,398,054
Impuestos, Gravámenes y Tasas	108,269,261	1,256,189,106	1,931,040,476	3,613,619,184	5,548,689,144	7,260,929,122
Obligaciones Laborales	61,408,927	61,408,927	61,408,927	61,408,927	61,408,927	-
TOTAL PASIVO CORRIENTE	2,366,264,409	2,984,465,729	4,386,626,099	5,760,081,152	7,595,151,112	9,245,982,163
LARGO PLAZO						
Obligaciones Financieras	1,739,040,225	1,311,855,021	1,696,524,838	2,544,787,257	1,144,787,257	1,144,787,257
Anticipos y avances recibidos	2,810,540,276	1,000,000,000	1,000,000,000	1,000,000,000	1,000,000,000	1,000,000,000
Depositos Recibidos	-	1,262,029,906	1,262,029,906	1,262,029,906	2,362,029,906	-
Fondo Sanciones Salud Ocupacional	732,321	732,321	732,321	732,321	732,321	-
TOTAL PASIVO LARGO PLAZO	4,550,312,823	3,574,617,249	3,959,287,065	4,807,549,484	4,507,549,484	2,144,787,257
TOTAL PASIVO	6,916,577,232	6,559,082,978	8,345,913,165	10,567,630,636	12,102,700,596	11,390,769,420
CAPITAL Y SUPERAVIT						
Capital	1,400,000,000	1,400,000,000	1,400,000,000	1,400,000,000	1,400,000,000	1,400,000,000
Valorizaciones de Terreno	200,000,000	898,767,078	898,767,078	898,767,078	898,767,078	898,767,078
Reservas Obligatorias	175,314,520	175,314,520	175,314,520	175,314,520	175,314,520	481,290,302
Resultados de Ejercicios Anteriores	117,445,317	149,523,653	2,588,008,387	382,489,515	3,478,059,700	3,869,327,986
Resultado del Presente Ejercicio	32,078,336	2,438,484,734	3,748,490,335	6,659,757,820	10,735,172,444	13,984,904,794
TOTAL CAPITAL Y SUPERAVIT	1,924,838,173	5,062,089,985	8,810,580,320	9,516,328,933	16,687,313,742	20,634,290,160
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	8,841,415,404	11,621,172,963	17,156,493,484	20,083,959,569	28,790,014,338	32,025,059,579

Anexos 4. Estados de Resultados Proyectado

	ESTADOS DE RESULTADOS PROYECTADOS					
	GRUPO CONSTRUCTOR GARZON HOLGUIN					
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos Operacionales	540,600,000	14,508,290,156	15,892,096,605	24,154,508,331	34,954,203,202	42,050,687,869
Costo de Ventas (Incluido lote)	(490,600,000)	(9,931,300,612)	(8,956,077,875)	(12,149,339,546)	(16,752,022,524)	(18,743,184,384)
Utilidad Bruta	50,000,000	4,576,989,544	6,936,018,730	12,005,168,786	18,202,180,678	23,307,503,485
Gastos de Administracion y Ventas	(9,118,747)	(765,342,244)	(1,048,244,116)	(1,100,098,656)	(1,725,021,799)	(1,794,540,178)
Depreciación		(13,795,092)	(16,496,454)	(18,684,773)	(21,057,461)	(22,694,746)
Total Costos y Gastos de Operación	(9,118,747)	(779,137,336)	(1,064,740,570)	(1,118,783,429)	(1,746,079,260)	(1,817,234,924)
Utilidad Operacional	40,881,253	3,797,852,208	5,871,278,159	10,886,385,357	16,456,101,418	21,490,268,561
Ingresos No Operacionales	12,518,212	13,770,034	15,147,037	16,661,741	18,327,915	20,160,706
Gastos No Operacionales	(167,123,218)	(116,948,402)	(206,894,386)	(274,755,380)	(154,755,380)	(154,755,380)
Utilidad Antes de Impuestos	(113,723,753)	3,694,673,840	5,679,530,811	10,628,291,718	16,319,673,953	21,355,673,888
Provisión de Impuesto de Renta y CREE	16,525,203	1,256,189,106	1,931,040,476	3,613,619,184	5,548,689,144	7,260,929,122
Reserva				354,914,714	35,812,365	109,839,972
Utilidad Liquida del Ejercicio	(130,248,956)	2,438,484,734	3,748,490,335	6,659,757,820	10,735,172,444	13,984,904,794