



Vigilada Mineducación

DETERMINACIÓN DE LA RENTABILIDAD POSFUSIONES: UN ESTUDIO DE CASO

*DETERMINATION OF POST-MERGER PROFITABILITY: A CASE STUDY*

ANTHONY LONDOÑO CORTÉS<sup>1</sup>

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

Asesora: Sandra Constanza Gaitán Riaño, Ph. D.

UNIVERSIDAD EAFIT

ESCUELA DE ECONOMÍA Y FINANZAS

MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

PEREIRA

2022

---

<sup>1</sup> anthonyjudoca@hotmail.com

## **Dedicatoria**

Dedico con todo mi corazón este trabajo a mis padres y a mi hermana, los cuales me han dado el apoyo incondicional y han creído en mí en todo momento, los amo.

## **Agradecimientos**

A mi tutora Sandra Constanza Gaitán, que sin su ayuda y disciplina no hubiese sido posible realizar este trabajo.

A la profesora Angelica Viviana Morales, quien me guio desde el principio.

A mis compañeros de clase, los cuales compartí momentos inolvidables y aprendí al lado de ustedes.

A mis familiares y amigos, por estar siempre a mi lado y apoyarme.

A mi padrino, que lo quiero y lo extraño.

A mis sobrinos y ahijados, me siento afortunado de tenerlos.

## Tabla de contenido

Resumen .....	1
Abstract .....	1
1. Introducción .....	3
2. Marco teórico .....	6
2.1 Contexto del sector de distribución y comercialización de productos de consumo masivo en Colombia .....	6
2.2. Revisión de la literatura.....	7
3. Metodología .....	11
3.1 Definición de indicadores.....	11
3.2 Indicadores de actividad.....	11
3.3 Indicadores de rentabilidad .....	12
3.4 Indicadores de liquidez.....	14
3.5. Indicadores de endeudamiento .....	15
3.6 Análisis de DuPont.....	15
3.7 Puntaje Z de Altman.....	16
3.8 Estimación de la rentabilidad requerida y el riesgo .....	17
4. Resultados .....	20
4.1 Diagnóstico financiero .....	20
4.1.1 Diagnóstico financiero de Tropitiendas .....	20
4.1.2 Diagnóstico financiero de Surticaldas.....	24
4.1.3 Diagnóstico financiero de Serviventas .....	27
4.1.4 Diagnóstico financiero de Serviexpress .....	30
4.2 Rendimiento del capital invertido .....	33

4.3 Costo promedio ponderado de capital (WACC) .....	35
4.4 Valor económico agregado.....	36
4.5 Modelo de valoración.....	38
5. Conclusiones y recomendaciones.....	40
Anexos.....	46

## Lista de tablas

Tabla 1. Indicadores de actividad.....	12
Tabla 2. Indicadores de rentabilidad. ....	13
Tabla 3. Indicadores de liquidez .....	14
Tabla 4. Indicadores de endeudamiento .....	15
Tabla 5. Análisis de DuPont.....	16
Tabla 6. Indicadores de actividad de Tropitiendas.....	20
Tabla 7. Indicadores de rentabilidad de Tropitiendas .....	21
Tabla 8. Indicadores de liquidez de Tropitiendas .....	22
Tabla 9. Análisis de DuPont de Tropitiendas.....	23
Tabla 10. Puntaje Z de Altman de Tropitiendas.....	23
Tabla 11. Indicadores de actividad de Surticaldas .....	24
Tabla 12. Indicadores de rentabilidad de Surticaldas.....	25
Tabla 13. Indicadores de liquidez de Surticaldas .....	26
Tabla 14. Análisis de DuPont de Surticaldas .....	26
Tabla 15. Puntaje Z de Altman de Surticaldas .....	27
Tabla 16. Indicadores de actividad de Serviventas .....	28
Tabla 17. Indicadores de rentabilidad de Serviventas.....	28
Tabla 18. Indicadores de liquidez de Serviventas .....	29
Tabla 19. Análisis de Dupont de Serviventas .....	29
Tabla 20. Puntaje Z de Altman de Serviventas .....	30
Tabla 21. Indicadores de actividad de Serviexpress .....	31
Tabla 22. Indicadores de rentabilidad de Serviexpress .....	31
Tabla 23. Indicadores de liquidez de Serviexpress .....	32

Tabla 24. Análisis de Dupont de Serviexpress.....	32
Tabla 25. Puntaje Z de Altman de Serviexpress .....	33
Tabla 26. Rendimiento del capital invertido (ROIC).....	34
Tabla 27. Supuestos de estimación del WACC.....	35
Tabla 28. Costo promedio ponderado de capital.....	36
Tabla 29. Valor económico agregado .....	37
Tabla 30 Flujo de caja libre Serviexpress, Surticaldas, Serviventas y Tropitiendas.....	38
Tabla 31. Valoración en miles de pesos .....	39

## Lista de figuras

Figura 1. Participación de las principales empresas del sector del comercio .....	4
Figura 2. Rendimiento del capital invertido.....	34
Figura 3. Valor económico agregado .....	37
Figura 4. Valoración.....	38
Figura 5. Sinergia .....	40

## Lista de anexos

Anexo 1. Estado de situación financiera de Tropitiendas .....	46
Anexo 2. Estado de resultados de Tropitiendas .....	49
Anexo 3. Análisis horizontal del estado de resultados de Tropitiendas.....	50
Anexo 4. Análisis vertical del estado de resultados de Tropitiendas .....	51
Anexo 5. Análisis del estado de situación financiera Tropitiendas.....	52
Anexo 6. Estado de situación financiera de Surticaldas.....	53
Anexo 7. Estado de resultados de Surticaldas.....	56
Anexo 8. Análisis horizontal del estado de resultados de Surticaldas .....	58
Anexo 9. Análisis vertical del estado de resultados de Surticaldas .....	59
Anexo 10. Análisis del estado de situación financiera de Surticaldas .....	60
Anexo 11. Estado de situación financiera de Serviventas.....	61
Anexo 12. Estado de resultados de Serviventas .....	64
Anexo 13. Análisis horizontal del estado de resultados de Serviventas .....	65
Anexo 14. Análisis vertical del estado de resultados de Serviventas.....	66
Anexo 15. Análisis del estado de situación financiera de Serviventas .....	67
Anexo 16. Estado de situación financiera de Serviexpress.....	68
Anexo 17. Estado de resultados de Serviexpress .....	71
Anexo 18. Análisis horizontal del estado de resultados de Serviexpress.....	72
Anexo 19. Análisis vertical del estado de resultados de Serviexpress.....	73
Anexo 20. Análisis del estado de situación financiera de Serviexpress.....	74

## **Resumen**

La presente investigación determinó la rentabilidad posfusión de las empresas Tropitiendas, Surticaldas, Serviventas y Serviexpress, que se dedican a la distribución y la comercialización al por mayor y al detal de toda clase de productos alimenticios y de consumo en el hogar. Para ello se llevó a cabo un análisis cuantitativo para determinar si la fusión genera o destruye valor económico una vez realizado el proceso de reestructuración empresarial. Para lograr este objetivo se recolectó información financiera y contable de las compañías mencionadas durante los años 2016 a 2019. Se analizaron los principales indicadores financieros históricos y proyectados y se hicieron los análisis de DuPont y del puntaje Z de Altman. Después se valoraron las tres firmas individuales y la organización resultante de la fusión mediante la metodología de flujos de caja descontados y valor económico agregado. Los resultados mostraron que la fusión generó sinergia, con lo que se aumentó el valor para los accionistas a través de la optimización de procesos y la mayor competitividad en el mercado.

**Palabras clave:** fusiones, adquisiciones, modelos de evaluación, sinergias, costos administrativos, costos logísticos.

## **Abstract**

The present investigation determined the post-merger profitability of the companies Tropitiendas, Surticaldas, Serviventas and Serviexpress, which are dedicated to the wholesale and retail distribution and marketing of all kinds of food and home consumption products. For this, a quantitative analysis was carried out to determine if the merger generates or destroys economic value once the business restructuring process has been carried out. To achieve this objective, financial and accounting information was collected from the companies mentioned during the years 2016 to 2019. The main historical and projected financial indicators were analyzed and the

DuPont and Altman Z-score analyzes were made. Afterwards, the three individual firms and the organization resulting from the merger were valued using the methodology of discounted cash flows and added economic value. The results showed that the merger generated synergy, increasing value for shareholders through process optimization and greater competitiveness in the market.

**Keywords:** mergers, acquisitions, evaluation models, synergies, administrative costs, logistics costs.

## **1. Introducción**

En la actualidad, las empresas se han visto amenazadas por multinacionales con ventaja competitiva de costos, por lo que se hace difícil competir y mantenerse en el mercado. Por tal motivo, una de las estrategias más recurrente para ganar dimensión y competitividad es la fusión empresarial, que es el proceso de unión de dos o más compañías con el propósito de dar lugar a otra de mayor tamaño.

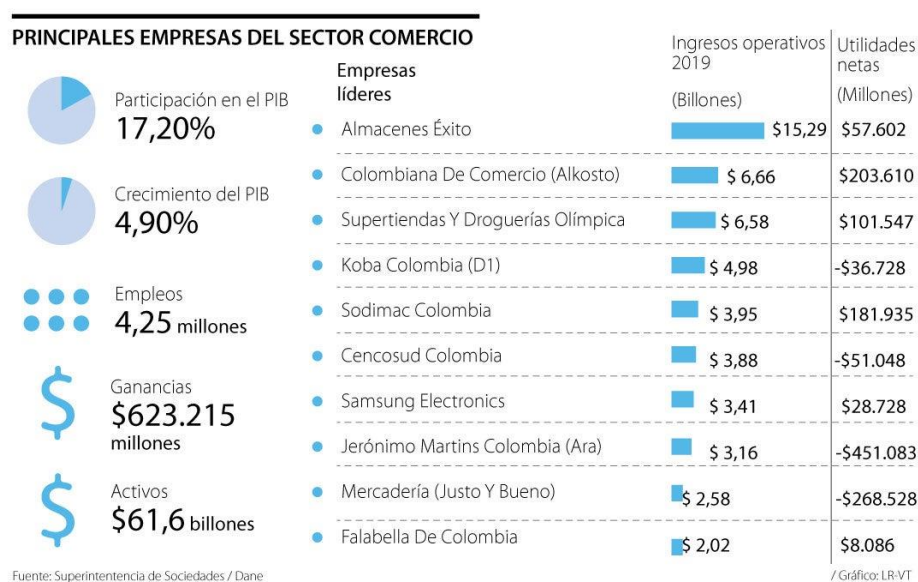
Es el caso del Grupo Tropi, que se ha visto afectado en sentido negativo por la incursión en el mercado colombiano de tiendas de descuento lideradas por ARA, de la multinacional portuguesa Jerónimo Martins, Justo & Bueno, de Bakery Business International (BBI), y D1, del Grupo Santo Domingo.

En la investigación se buscó estimar la rentabilidad posfusión; por lo tanto, se hizo el diagnóstico financiero de cada una de las compañías involucradas en la transacción, se identificaron en cada caso su costo promedio ponderado de capital y la rentabilidad sobre la inversión y se determinó el valor de las empresas individuales y después el de la organización fusionada a través de del cálculo del flujo de caja y del valor económico agregado para apreciar el efecto de la fusión en la compañía.

El modelo de negocio de las tiendas de bajo costo que funcionan de acuerdo con la premisa de descuento duro se basa en eliminar los sobrecostos que tienen los almacenes de cadena de la siguiente forma: supresión de los costos de mercaderías, de góndolas y de puntos de atención y, en general, de todas las actividades que no generan efectos importantes en el ingreso, de modo que se contribuya así a la reducción de costos. De igual manera, el inventario se abastece con productos estándar de los que hay pocas referencias por categoría, los pedidos se solicitan por volumen de estiba (cargas grandes en contenedores) y el efectivo es la única forma de pago.

Este modelo de negocio puso en jaque a las empresas del sector de alimentos, desde las tiendas de barrio hasta las comercializadoras. En menos de una década las cadenas de descuento han escalado entre las principales compañías del sector del comercio (Becerra Elejalde, 2020). En la figura 1 se aprecia la participación de las principales firmas del sector mencionado.

Figura 1. Participación de las principales empresas del sector del comercio



Fuente: Becerra Elejalde (2020)

Ante esta situación, Tropi tuvo que reinventarse para sobrevivir en el mercado, lo condujo a que en la historia reciente haya logrado la fusión de 28 subsidiarias dedicadas a la distribución de alimentos de consumo masivo en todo el territorio colombiano (EMIS, 2021). La estrategia implementada por la empresa tuvo como objetivo lograr una reducción significativa de costos administrativos y logísticos, lo que le permitió ser competitiva en el mercado y generarles mayor rentabilidad a sus accionistas. En virtud de lo anterior, se planteó la siguiente pregunta de investigación: ¿cuál ha sido la rentabilidad del grupo Tropi después del proceso de fusión?

La investigación buscó determinar la rentabilidad de la empresa luego del proceso de fusión de cuatro compañías en el año 2018. Para ello se analizó el período de 2016 a 2019 para identificar los costos administrativos y logísticos antes de la fusión, con el fin de más tarde establecer los costos administrativos y logísticos después de dicho proceso, determinar la rentabilidad resultante de la estrategia de fusión de la organización y, por último, estimar el valor agregado posfusión.

Para lograrlo se utilizaron métodos cuantitativos con el fin de analizar las cifras posfusión para Tropi a partir de la información de los estados financieros históricos entre los años 2016 y 2019. Para este propósito se decidió estimar la rentabilidad posfusión mediante el análisis del valor de las empresas por medio de los modelos de flujo de caja libre y de la ganancia económica (McKinsey & Company *et al.*, 2020).

El trabajo contiene los siguientes capítulos: en el 2 se presenta el marco teórico en el que se basó la investigación, en el 3 se explica la metodología utilizada para dar cumplimiento al objetivo, en el 4 se presentan los resultados obtenidos y, para finalizar, se ofrecen las conclusiones y las recomendaciones.

## **2. Marco teórico**

### **2.1 Contexto del sector de distribución y comercialización de productos de consumo masivo en Colombia**

Los hipermercados, los supermercados y las tiendas de descuento constituyen el canal de distribución líder en el mercado minorista de alimentos y abarrotes de Colombia, con una participación del 37,6% del valor total del mercado, mientras que los especialistas en alimentos y bebidas representan un 35,5% adicional del mercado.

Los alimentos son el segmento más grande del mercado minorista de alimentos y abarrotes en Colombia, con el 82,6% del valor total del mercado, y también se pronostica que el mercado minorista de alimentos y abarrotes de Colombia tendrá un valor de \$66.265,6 millones, que equivale a un aumento del 31% desde 2020.

Debido a factores intrínsecos, la competencia en el mercado de alimentos y abarrotes es fuerte, a pesar de una concentración típicamente alta en unos pocos grandes actores, lo que define un oligopolio. La importancia crítica de las economías de escala para lograr la rentabilidad en dicho mercado, que se caracteriza en forma inherente por márgenes de beneficio estrechos y favorece la existencia de unos pocos grandes actores. Sin embargo, dado que la competencia centrada en el precio, puesto que los jugadores venden productos similares, si no los mismos, y los consumidores sensibles al precio cambian con facilidad, la rivalidad sigue siendo fuerte. Según MarketLine (2021), “Éxito, Olímpica y Jerónimo Martins son los líderes en este mercado, que está creciendo en el canal online”.

En Colombia, el sector de distribución y comercialización de alimentos se ha convertido en un segmento potencial para la inversión con miras a conseguir apoyo para el desarrollo productivo y el crecimiento social y económico en el país. Mejorar la operación logística y ser

competitivos en el mercado es una gran apuesta, pues el comportamiento de las ventas confirma que el sector tiene potencial para el crecimiento. En este orden de ideas, dicha situación de estudio representa uno de los asuntos que tienen mayor acogida y discusión en el presente.

Como consecuencia de lo anterior, fomentar la productividad y la eficiencia a través de mejoras en centros de distribución y de su unificación puede ser una estrategia cuyos efectos aporten a la solución de problemáticas que hoy tienen las empresas de distribución con las tiendas de descuento.

En la actualidad, las fusiones empresariales están tomando fuerza dado que se pueden disminuir costos y gastos, unir sinergias y optimizar procesos en las empresas. El grupo Tropi tiene cuatro empresas en el Eje Cafetero dedicadas a la comercialización y la distribución de alimentos y se pretende fusionarlas y tener un solo centro de distribución de modo haya un centro de almacenamiento óptimo que garantice la eficiencia de su operación logística con una entrada para recibir y una salida para despachar la mercancía hacia los clientes; también se disminuyen los gastos administrativos porque no sería necesario tener las mismas personas con iguales cargos porque solo va a quedar una compañía que pueda competir en el mercado con mejores precios y mayor eficiencia en la entrega a sus clientes.

## **2.2. Revisión de la literatura**

A continuación, se plantean los elementos conceptuales que permitieron comprender las decisiones estratégicas a las que se enfrentan las empresas cuando deciden realizar una fusión y los elementos claves para estimar la rentabilidad posterior a dicho proceso.

Según el artículo 172 del Código de Comercio (Presidencia de la República, 1971), hay fusión cuando una o más sociedades se disuelvan, sin liquidarse, para ser absorbidas por otra o

para crear una nueva. La absorbente o la nueva compañía adquiere los derechos y las obligaciones de la sociedad o las sociedades disueltas al formalizarse el acuerdo de fusión.

De acuerdo con Castillo y McAniff (2007), tanto la fusión como la adquisición son vías para adquirir una compañía y se caracterizan porque, en la mayor parte de los casos, se puede distinguir entre la empresa adquirente y la objetivo o entidad adquirida, Sin embargo, esto no se cumple en las fusiones entre iguales, en las que compañías de tamaño y valor similares se combinan, sin que sea una de las sociedades intervinientes la que ostente el control de la organización resultante de la fusión. Desde un punto de vista operativo, existen notables diferencias entre una fusión y una adquisición, tales como la estructura de la operación, la necesidad de voto de los socios, la repercusión en el mercado continuo e innumerables implicaciones legales.

Mascareñas (2005, como se citò en García Saavedra & Luna Arriaga, 2010 p. 6) afirmó que como la decisión de adquirir una compañía, o fusionarse con ella, es una decisión empresarial (de hecho, es una de las decisiones más complejas que puede tomar un directivo por la gran cantidad de tiempo y dinero utilizados, y por las repercusiones que puede tener sobre los empleados, clientes, proveedores, etc.) debe realizarse sólo cuando haya importantes expectativas de aumentar el valor global de las empresas implicadas.

Según Ross *et al.* (2012), la fusión ocurre cuando una empresa absorbe por completo a otra y la firma adquirente conserva su nombre y su identificación y obtiene todos los activos y los pasivos de la compañía adquirida. Después de la fusión, la última deja de existir como firma independiente. Aunque una consolidación es lo mismo que una fusión, ambos conceptos se diferencian porque en la fusión se crea una empresa completamente nueva, es decir, las dos organizaciones terminan sus respectivas existencias jurídicas para darle paso a la constitución de una nueva.

Por su parte, Tom Li y Lim ( 2006) centraron su estudio en el análisis del valor que crean las fusiones y las adquisiciones entre empresas del sector de tecnologías de la información (TI) y de otros sectores. Tomaron una muestra de 170 compañías y constataron vieron cómo el mero anuncio de la operación provocó un incremento del valor de las firmas de TI en el mercado continuo. Estos incrementos de valor se debieron, sin la menor duda, a las expectativas. Sin embargo, en organizaciones de sectores distintos se obtuvieron retornos anormales, que acabaron por incrementar los respectivos valores.

De acuerdo con Carbonell García (2014, p. 7),

La firma KPMG (2002) concluye que sólo el 31% de las fusiones y las adquisiciones incrementan el valor para los accionistas, mientras que el restante 69% ni genera ni destruye valor. La mayor parte de los estudios realizados antes del estallido de la crisis, concluyen que este porcentaje es un dato consistente, independientemente del sector, la localización geográfica y el periodo. Entre los más optimistas, se encuentra Corrales Estrada (2005), quien concluye que las F&A han demostrado ser un medio significativo y creciente para alcanzar la diversidad y el crecimiento corporativo.

A pesar de la teoría general hasta acá expuesta, hay autores, como Campa y Hernando (2007), que

sostienen que las fusiones sólo generan valor para la entidad adquirente. Presenta como fundamento de esta teoría, la tendencia bajista que, según los autores, suelen sufrir las acciones del *target* al anunciarse la fusión, lo cual haría que los accionistas de la entidad perdiesen. Sin embargo, en la mayor parte de los casos recientes, no se verifica esta teoría (Carbonell García, 2014, p. 11).

Posiblemente las sinergias sean el motivo que con mayor frecuencia se presenta como motivación para que dos compañías se fusionen, pero en muchas ocasiones se dota al concepto de un significado excesivamente amplio. Si dos empresas pueden generar más valor para sus respectivos accionistas si operan de manera conjunta en lugar de hacerlo por separado, se entiende que existen sinergias. Mellen y Evans (2010, p. 80) definieron dicha noción como “una combinación de negocios que hace dos más dos sea igual a cinco”.

Según DePamphilis (2008), se pueden distinguir dos tipos de sinergias, en lo fundamental: las operativas y las financieras. Las primeras buscan mejorar el uso de los elementos de fabricación y de la experiencia del personal, como resultado de mantener un volumen de gastos generales con mayor volumen de actividad, comprar en forma conjunta y utilizar partes y componentes comunes (Arce Burgoa, 2008) y segundas producen mayores flujos de caja o una reducción en el coste de capital de la empresa (Zozaya González, 2007).

Un ejemplo es el caso de Davivienda, que logro sinergias operativas basadas en economías de alcance al fusionarse con Bancafé y Bansuperior. La fortaleza de Bancafé era el crédito comercial mientras que la de Bansuperior era la posesión de la franquicia Diners Club. Ambos eran competidores directos de Davivienda, que estaba especializada en los créditos de consumo e hipotecario. Después de la fusión, Bancafé y Bansuperior se convirtieron en un complemento estratégico. En concreto, si antes de la fusión un cliente de Davivienda tenía en promedio dos y medio productos con el banco, después de ella se esperaba que este indicador creciera a siete (Suárez *et al.*, 2009).

En el caso mencionado se obtuvieron sinergias financieras, que se reflejaron en las calificaciones de riesgo otorgadas a Davivienda tras la fusión porque Duff & Phelps Colombia y BRC Investor Services calificaron al nuevo banco con el más alto nivel (AAA o triple A) para deuda largo plazo (Suárez *et al.*, 2009).

### **3. Metodología**

En este trabajo se utilizó información de la Superintendencia de Sociedades ( 2022) para los años comprendidos entre 2016 y 2019 para las empresas Tropitiendas, Surticaldas, Serviexpress y Serviventas.

En los siguientes apartados se describe la metodología empleada para estimar la rentabilidad posfusión de Tropi.

#### **3.1 Definición de indicadores**

Para el análisis de los indicadores de las empresas individuales y de la fusión se usaron indicadores financieros que determinaron las relaciones que existen entre las diferentes cuentas de los estados financieros y que sirvieron para analizar la liquidez, la solvencia, la rentabilidad y la eficiencia operativa de la entidad y que se describen a continuación:

#### **3.2 Indicadores de actividad**

Sirven para medir la eficiencia que tiene la empresa en la utilización de sus recursos; en otras palabras, miden la velocidad con la que diversas cuentas se convierten en ventas o efectivo (Ortiz Anaya, 2018). Las razones más relevantes se presentan en la Tabla 1.

Tabla 1. Indicadores de actividad

<b>Indicador</b>	<b>Fórmula</b>	<b>Definición</b>
Rotación de inventario	$\text{Inventarios} * 360 / \text{costo de ventas}$	Indica el número de días que tiene la empresa en inventario para atender la demanda de sus productos
Rotación de cuentas por cobrar	$\text{Cuentas por cobrar} * 360 / \text{ventas totales}$	Indica el promedio de veces en número de días de cuentas por cobrar las ventas pendientes de cobro
Rotación de proveedores	$\text{Cuentas por pagar a proveedores} * 360 / \text{compras}$	Mide el plazo promedio en número de días en el que la compañía demora en pagar sus obligaciones con proveedores

Fuente: elaboración propia

### **3.3 Indicadores de rentabilidad**

Las razones de rentabilidad, también llamadas de rendimiento, se emplean para medir la eficiencia de la administración de la organización para controlar los costos y gastos en que debe incurrir, para convertir las ventas en ganancias o utilidades (Córdoba Padilla, 2014). En la Tabla 2 se presentan los principales indicadores de rentabilidad.

Tabla 2. Indicadores de rentabilidad.

<b>Indicador</b>	<b>Formula</b>	<b>Definición</b>
Margen bruto	Utilidad bruta / ventas totales	Indica el porcentaje de ingresos disponibles para cubrir gastos operativos y de otros tipos y generar ganancias
Margen de ebitda	Ebitda / ventas totales	El margen antes de impuestos refleja los efectos sobre la rentabilidad del apalancamiento y otros ingresos y gastos (no operativos)
Margen operacional	Utilidad operacional / ventas totales	El margen operacional corresponde al beneficio bruto menos los costos operativos, lo que puede indicar mejoras en el control de costos operativos
Margen neto	Utilidad neta / ventas totales	Es el resultado de restarle al beneficio neto obtenido de los ingresos totales todos los costos y los gastos que tiene la empresa
ROIC	EBIT * (1 - tasa impositiva) / total del patrimonio	Es el coeficiente de rentabilidad de la compañía después de deducir los costos y los gastos más los impuestos, lo que indica la capacidad de retorno de la firma
ROCE	Utilidad operacional / total del patrimonio	Mide la eficiencia de la organización en cuanto al beneficio que genera su capital
ROA antes de impuestos	EBIT / total de los activos	Mide la capacidad de los activos para generar ganancia

Fuente: elaboración propia

### 3.4 Indicadores de liquidez

Las razones de liquidez se utilizan para juzgar la capacidad que tiene una compañía para satisfacer sus obligaciones de corto plazo y a partir de ellas se pueden obtener muchos elementos de juicio sobre la solvencia de efectivo actual de la empresa y su capacidad para permanecer solvente en caso de situaciones adversas (Herrera Freire *et al.*, 2016). En la Tabla 3 se presentan los principales indicadores de liquidez.

Tabla 3. Indicadores de liquidez

<b>Indicador</b>	<b>Fórmula</b>	<b>Definición</b>
Razón corriente	Activo corriente / pasivo corriente	Este indicador mide la capacidad de la empresa para cumplir sus obligaciones de corto plazo
Prueba ácida	$(\text{Activo corriente} - \text{inventario}) / \text{pasivo corriente}$	Indica si una firma tiene los activos líquidos para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo
Ciclo de efectivo	$\text{Número de días de cartera} + \text{número de días de inventario} - \text{número de días de proveedores}$	Mide el tiempo que requiere una compañía para convertir la inversión en efectivo

Fuente: elaboración propia

### 3.5. Indicadores de endeudamiento

Miden la capacidad de una organización para financiarse con el fin de establecer si ello se logrará por accionistas o por acreedores; asimismo, evalúan su capacidad para cumplir las obligaciones contraídas con terceras personas, tanto en el corto como en el largo plazo (Nava Rosillón, 2009). Los principales indicadores de endeudamiento se presentan en la Tabla 4.

Tabla 4. Indicadores de endeudamiento

<b>Indicador</b>	<b>Fórmula</b>	<b>Definición</b>
Apalancamiento	Deuda / capital	Grado de apalancamiento o deuda de la empresa
Grado de endeudamiento	Deuda neta / ebitda	Mide la cantidad de ingresos generados para pagar deudas antes de cubrir intereses, impuestos, depreciación y gastos de amortización

Fuente: elaboración propia

### 3.6 Análisis de DuPont

El análisis de DuPont combina margen neto con rotación de activos y se obtiene el rendimiento sobre los activos. Este análisis trata de ser integral porque en ambas razones se condensan, por así decirlo, todas las operaciones de la compañía, como se expresa en la siguiente ecuación;

$$\text{Índice de Dupont} = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Ventas netas}} * \frac{\text{Ventas totales}}{\text{Activos totales}} * \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Total del patrimonio}}$$

En la Tabla 5 se detallan las variables que intervienen en el cálculo del índice de DuPont. Este indicador le señala al inversionista la forma como se produce el retorno de la inversión realizada en la firma a través de la rentabilidad del patrimonio y del activo total.

Tabla 5. Análisis de DuPont

<b>Indicador</b>	<b>Fórmula</b>	<b>Definición</b>
Margen neto	Utilidad neta / ventas totales	Beneficio neto obtenido de los ingresos totales menos todos los costos y los gastos de la empresa
Rotación de activos	Ventas totales / total del activo	Tiempo que tarda la organización para generar ingresos con sus activos
Apalancamiento	Total del activo / total del patrimonio	Porcentaje de los activos de la compañía financiado por el patrimonio
ROE	Utilidad neta / total del patrimonio	Capacidad de la empresa para generarles valor a sus accionistas

Fuente: elaboración propia

### 3.7 Puntaje Z de Altman

El modelo del puntaje Z y sus extensiones (Altman, 1968; 2000; Altman *et al.*, 1977) se utilizan para predecir la probabilidad de quiebra de empresas y se basa en el análisis discriminante de la ponderación de razones financieras.

En la investigación se utilizó la fórmula siguiente:

$$\text{Puntaje Z de Altman} = 1,2 * T1 + 1,4 * T2 + 3,3 * T3 + 0,6 * T4 + 1,0 * T5$$

Donde:

T1: capital circulante / activos totales

T2: beneficios no distribuidos / activos totales

T3: ebitda / activos totales

T4: capitalización bursátil / deuda total

T5: ventas netas / activos totales

El puntaje Z de Altman se utiliza con frecuencia para medir cómo están las empresas desde el punto de vista financiero con el fin de tomar decisiones de acuerdo con los siguientes criterios: un resultado por encima de 3,0 indica que la compañía está bien en ese sentido, uno entre 2 y 2,99 advierte que se encuentra en estado de alerta y, por último, uno por debajo de 2 refleja que tiene alta probabilidad de quiebra financiera.

### **3.8 Estimación de la rentabilidad requerida y el riesgo**

A través del modelo de valoración de activos de capital (CAPM) se pueden establecer la rentabilidad requerida y el riesgo de la empresa. Dicho modelo sugiere que la rentabilidad que un inversionista podría esperar si invirtiera en una acción en el mercado (Damodaran, 1997) puede determinarse así:

$$K_e = R_f + (R_m - R_f) \beta_l$$

Donde:

$K_e$  = rentabilidad esperada por el inversionista o costo del patrimonio

$R_f$  = rentabilidad libre de riesgo del mercado

$R_m$  = rentabilidad del mercado

$R_m - R_f$  = premio por el riesgo del mercado

$\beta_l$  = medida de riesgo específico de la empresa

Por su parte, el riesgo se determina a través de la beta ( $\beta$ ), que es una medida de riesgo que relaciona la volatilidad de la rentabilidad de la firma con la volatilidad de la rentabilidad del mercado. Para el caso de las compañías que no cotizan en la bolsa de valores se supone que la  $\beta$  recoge el riesgo operativo y la otra recoge el riesgo financiero, con lo que la beta puede expresarse en la siguiente forma:

$$\beta_{\text{riesgo total}} = \beta_{\text{riesgo operativo}} + \beta_{\text{riesgo financiero}}$$

Debido a que  $\beta_{\text{riesgo total}}$  recoge el riesgo asociado con el hecho de que la firma está endeudada, es decir, que recoge el efecto de su apalancamiento financiero, también se le denomina  $\beta_{\text{apalancada}}$  o  $\beta$  del patrimonio (Van Horne y Wachowicz, 2002).

Por otro lado, la  $\beta_{\text{riesgo operativo}}$  refleja el riesgo de la empresa en ausencia de deuda porque el efecto de la deuda lo recoge  $\beta_{\text{riesgo financiero}}$ . El riesgo de una organización en ausencia de deuda corresponde al que se asume por el hecho de desarrollar una determinada actividad, con unas estrategias definidas, un modelo de negocio establecido y un tamaño estipulado con el fin de enfrentar unas características específicas del sector, entre otros factores. Por tal motivo,  $\beta_{\text{riesgo operativo}}$  también se denomina  $\beta_{\text{desapalancada}}$  o  $\beta$  operativa (García Serna, 2003).

La fórmula de la  $\beta$  apalancada de una empresa es la siguiente:

$$\beta_l = \beta_u [1 + (1 - T\%)D/P]$$

En esta ecuación  $T\%$  es la tasa impositiva,  $D$  es el porcentaje de deuda y  $P$  es el porcentaje de patrimonio.

Dada la poca información disponible en las economías emergentes, se suele utilizar la información de Estados Unidos para luego ajustar el  $K_e$  con el denominado riesgo de país.

### **3.9 Estimación del valor**

En una valoración de empresas se debe tener en cuenta el método con el que se decidió hacerla; los más utilizados y estandarizados son:

- Flujo de caja libre (FCL) descontado
- Beneficio económico descontado
- Valor actual ajustado
- Flujo de caja de capital

Según Vidarte (2009), el flujo de caja descontado es el método más utilizado y de mejores resultados para valorar organizaciones que no cotizan en bolsa porque en el sentido conceptual es adecuado debido a que considera la empresa como un ente generador de flujos de efectivo. Este método consiste en proyectar los flujos de caja futuros que obtendrá la firma y descontarlos con una tasa que permita obtener el valor presente de dichos flujos futuros.

La metodología de valor económico agregado permite conocer el valor generado por una compañía de acuerdo con las estrategias del negocio. Para Cardona Gómez (2009), este método consiste en desagregar los ingresos y los gastos, con inclusión de los impuestos y del costo de oportunidad del inversionista, lo que deja como excedente el resultado de la compañía, y de esta manera, se observa cómo ella, mediante la utilización de sus recursos, genera o destruye valor.

En la presente investigación se utilizaron las metodologías de flujo de caja libre descontado y de valor económico para estimar el valor de cada una de las empresas y de la resultante de la fusión.

## 4. Resultados

En este apartado se presentan los resultados obtenidos en la valoración de la organización Tropi antes y después de la fusión con las demás compañías.

### 4.1 Diagnóstico financiero

Se hizo el diagnóstico financiero de las empresas Tropitiendas, Serviventas, Serviexpress y Surticaldas y para la firma fusionada antes y después de la fusión con el fin de entender la dinámica de cada una de ellas durante el período de estudio.

#### 4.1.1 Diagnóstico financiero de Tropitiendas

Se llevó a cabo el diagnóstico financiero para identificar la situación financiera de la empresa en sus áreas más importantes. Se inició con los indicadores de actividad, tal y como se presenta en la Tabla 6, en la que se evidencia que a partir del año 2018 la compañía fue más eficiente en el manejo del inventario.

Tabla 6. Indicadores de actividad de Tropitiendas

	201	201	201	201	2020	2021	2022	2023	2024
Actividad	6	7	8	9	E	E	E	E	E
Rotación de inventario	63	63	38	44	46	48	50	52	54
Rotación de cuentas por cobrar	47	44	46	53	53	53	52	51	50
Rotación de proveedores	40	62	75	90	90	92	94	96	96

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

Por su parte, la rotación de las cuentas por cobrar tuvo estabilidad porque, por política de la empresa, en el caso de las distribuidoras se concede un plazo de crédito de 60 días y se otorgan descuentos para que paguen en 30 días.

Por otro lado, la rotación de los proveedores mostró tendencia alcista, lo que indicó que se está obteniendo un apalancamiento mayor por parte de los proveedores. Se observa que, a partir del año 2017, la firma recaudó su cartera antes de pagar a sus proveedores, lo que fortaleció su flujo de efectivo.

En cuanto a los indicadores de rentabilidad, como se aprecia en la Tabla 7, tuvieron tendencia descendente antes de la fusión. Se espera que después de ella los márgenes reviertan la tendencia y se incrementen. Vale la pena señalar que en 2020 los márgenes de rentabilidad cayeron a causa de los efectos del covid-19 en la economía.

Tabla 7. Indicadores de rentabilidad de Tropitiendas

<b>Rentabilidad</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Margen bruto	15,77%	15,45%	14,44%	14,15%	14,15%	14,15%	14,15%	14,15%	14,15%
Margen de ebitda	4,48%	3,93%	2,21%	-0,55%	3,03%	2,44%	2,24%	2,07%	2,44%
Margen operacional	3,97%	3,57%	2,01%	-0,86%	2,64%	2,08%	1,88%	1,72%	2,08%
Margen neto	2,39%	2,27%	0,16%	-1,28%	1,42%	1,05%	0,92%	0,81%	1,06%
ROIC	24,03%	18,80%	21,22%	-5,97%	17,05%	13,31%	11,89%	10,78%	12,72%
ROCE	35,87%	28,07%	31,66%	-8,91%	25,07%	19,29%	17,23%	15,63%	18,43%
ROA antes de impuestos	13,37%	12,03%	7,39%	-2,66%	8,22%	6,30%	5,61%	5,04%	6,04%

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

La liquidez de la empresa es buena puesto que la razón corriente para todo el período de estudio estuvo por encima de 1, como se presenta en la Tabla 8. Al descontar el inventario, se observa que la liquidez se afectó y la prueba acida tomó valores por debajo de 1. Sin embargo, se aprecia que su ciclo de efectivo mejoró de modo significativo a partir del año 2018 y se considera que va a continuar con la misma política en su ciclo de efectivo.

Tabla 8. Indicadores de liquidez de Tropitiendas

<b>Liquidez</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Razón corriente	1,53	1,69	1,20	1,32	1,43	1,43	1,43	1,43	1,44
Prueba ácida	0,74	0,81	0,77	0,86	0,93	0,92	0,91	0,89	0,88
Ciclo de efectivo	70	45	8	7	9	9	8	7	8

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

Como se observa en la tabla 9, en el análisis de DuPont se obtuvo un ROE negativo en el año 2019 a causa de la competencia de las tiendas de descuento duro (D1, Justo & Bueno y Ara), lo que disminuyó las ventas para el grupo, pero las proyecciones planteadas para los próximos años son de una recuperación en ventas y una mejora en los costos de mercancía y los gastos operacionales.

Tabla 9. Análisis de DuPont de Tropitiendas

Análisis de DuPont	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Margen neto	2,39%	2,27%	0,16%	-1,28%	1,42%	1,05%	0,92%	0,81%	1,06%
Carga financiera	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Carga impositiva	1,63%	1,25%	0,37%	-0,32%	0,67%	0,47%	0,41%	0,36%	0,47%
Rotación de activos	3,37	3,37	3,68	3,09	3,11	3,03	2,98	2,93	2,90
Apalancamiento	2,68	2,33	4,28	3,35	3,05	3,06	3,07	3,10	3,05
Índice de DuPont	21,65%	17,85%	2,59%	-13,27%	13,49%	9,78%	8,40%	7,33%	9,35%

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

En general, la empresa Tropitiendas maneja unos márgenes bajos, no tiene carga financiera y la carga impositiva se ha reducido. En cuanto la rotación de activos se ha mantenido y el apalancamiento aumentó de modo significativo en la fecha de la fusión y para los siguientes años tuvo valores cercanos a 3.

Vale la pena señalar que la compañía no tiene endeudamiento. Por otro lado, el puntaje Z de Altman, fue superior a 2,99 como se observa en la tabla 10.

Tabla 10. Puntaje Z de Altman de Tropitiendas

Puntaje Z de Altman	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
T1 (capital circulante / activos totales)	0,95	0,95	0,82	0,80	0,84	0,84	0,85	0,85	0,85
T2 (beneficios no distribuidos / activos totales)	0,16	0,23	-0,03	0,06	0,09	0,11	0,12	0,13	0,14
T3 (ebitda / activos totales)	0,15	0,13	0,08	-0,02	0,09	0,07	0,07	0,06	0,07
T4 (capitalización bursátil / deuda total)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
T5 (ventas netas / activos totales)	3,37	3,37	3,68	3,09	3,11	3,03	2,98	2,93	2,90
Sin capitalización bursátil	5,24	5,25	4,89	4,08	4,56	4,44	4,38	4,32	4,36

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

El resultado indica que la empresa está en una zona segura y, por lo tanto, no hay que preocuparse porque la empresa tiene baja probabilidad de quiebra.

#### 4.1.2 Diagnóstico financiero de Surticaldas

Por su parte, el diagnóstico financiero de Surticaldas mostró estancamiento en el inventario puesto que el indicador de rotación tuvo tendencia ascendente en el período de estudio histórico y la conservó en la proyección, como se aprecia en la Tabla /Tabla 11.

Tabla 11. Indicadores de actividad de Surticaldas

	201	201	201	201	2020	2021	2022	2023	2024
<b>Actividad</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>E</b>	<b>E</b>	<b>E</b>	<b>E</b>	<b>E</b>
Rotación de inventario	43	65	75	75	80	90	90	95	95
Rotación de cuentas por cobrar	42	47	55	57	62	67	72	75	79
Rotación de proveedores	70	70	70	70	60	60	60	60	60

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

Se evidenció también que a la empresa cada vez le cuesta más recuperar la cartera puesto que hubo tendencia ascendente en la rotación de las cuentas por cobrar y, por otra parte, se prevé un menor apalancamiento con proveedores pues disminuyó en diez días a partir de 2020 y de dicho año en año en adelante la compañía mostró un desfase entre el período de cuentas por cobrar y el de cuentas por pagar, puesto que está pagando antes del recaudo de su cartera, lo que podría generar iliquidez.

En cuanto a la rentabilidad de la empresa, se observa que fue muy similar a la de Tropitiendas y el margen de utilidad bruto permaneció constante a lo largo del período de estudio en un promedio de 15%., lo que evidenció un porcentaje de participación del costo del 85%. El margen operacional, al igual que el margen de ebitda, mostró tendencia ascendente de 2016 a 2019; en 2020, a causa de la pandemia sufrió una leve caída y se proyecta tendencia ascendente para los próximos años. Además, la firma tuvo porcentajes de rentabilidad del activo y del patrimonio atractivos para el sector, como se muestra en la tabla 12.

Tabla 12. Indicadores de rentabilidad de Surticaldas

<b>Rentabilidad</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Margen bruto	15,12%	15,01%	15,06%	15,10%	15,10%	15,10%	15,10%	15,10%	15,10%
Margen de ebitda	5,47%	7,43%	6,63%	7,32%	6,91%	6,97%	7,05%	7,13%	7,21%
Margen operacional	5,25%	7,19%	6,37%	6,99%	6,49%	6,49%	6,49%	6,49%	6,49%
Margen neto	3,59%	5,18%	4,27%	4,68%	4,41%	4,48%	4,48%	4,48%	4,48%
ROCE	41,64%	46,19%	36,83%	36,61%	30,98%	28,98%	27,20%	25,65%	24,31%
ROA antes de impuestos	17,51%	20,52%	18,53%	19,56%	18,35%	17,50%	17,01%	16,31%	15,83%

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

Los indicadores de razón corriente y prueba ácida mostraron que Surticaldas tiene cómo responder a sus pasivos corrientes con sus activos de corto plazo; sin embargo, hubo un ciclo de efectivo alto, como se aprecia en la tabla 13, lo que indica que cada vez le cuesta más generar efectivo a causa del comportamiento de sus indicadores de actividad.

Tabla 13. Indicadores de liquidez de Surticaldas

<b>Liquidez</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Razón corriente	1,66	1,67	1,96	2,08	2,36	2,43	2,55	2,62	2,72
Prueba ácida	1,07	0,88	0,93	1,02	1,06	0,98	1,07	1,07	1,16
Ciclo de efectivo	16	42	60	62	82	97	102	110	114

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

En el análisis de DuPont se evidenció un comportamiento del ROE descendiente; en general, la empresa Surticaldas maneja unos márgenes bajos, no tiene carga financiera y la carga impositiva se mantiene. En cuanto a la rotación de activos, hubo también tendencia descendente al igual que en el apalancamiento. La firma tendrá tomar medidas para optimizar sus resultados, como se observa en la tabla 14.

Tabla 14. Análisis de DuPont de Surticaldas

<b>Análisis de DuPont</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Margen neto	3,59%	5,18%	4,27%	4,68%	4,41%	4,48%	4,48%	4,48%	4,48%
Carga financiera	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Carga impositiva	1,66%	2,01%	2,10%	2,31%	2,08%	2,01%	2,01%	2,01%	2,01%
Rotación de activos	3,33	2,85	2,91	2,80	2,83	2,70	2,62	2,51	2,44
Apalancamiento	2,38	2,25	1,99	1,87	1,69	1,66	1,60	1,57	1,54
Índice de DuPont	28,48%	33,26%	24,67%	24,53%	21,07%	19,99%	18,77%	17,70%	16,77%

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

En la tabla 15 se aprecia que el indicador de la probabilidad de quiebra de Surticaldas obtenida mediante la fórmula del puntaje Z de Altman fue superior a 2,99 lo que indica que está en una zona segura y, por lo tanto, no hay que preocuparse porque la empresa cuenta con baja probabilidad de quiebra.

Tabla 15. Puntaje Z de Altman de Surticaldas

Puntaje Z de Altman	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
T1 (capital circulante / activos totales)	0,96	0,92	0,97	0,97	0,96	0,96	0,95	0,95	0,95
T2 (beneficios no distribuidos / activos totales)	0,13	0,20	0,26	0,31	0,37	0,41	0,44	0,47	0,49
T3 (ebitda / activos totales)	0,18	0,21	0,19	0,20	0,20	0,19	0,18	0,18	0,18
T4 (capitalización bursátil / deuda total)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
T5 (ventas netas / activos totales)	3,33	2,85	2,91	2,80	2,83	2,70	2,62	2,51	2,44
Sin capitalización bursátil	5,27	4,95	5,08	5,07	5,15	5,03	4,99	4,90	4,84

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

#### 4.1.3 Diagnóstico financiero de Serviventas

A diferencia de Tropitiendas y Surticaldas, en Serviventas hubo disminución en la rotación del inventario, lo que indica optimización en su proceso. A la par que en las otras empresas objeto de estudio, aumentó el número de días de recuperación de la cartera, pero, a diferencia de Surticaldas, mostró un buen apalancamiento con sus proveedores. Esta compañía recauda el dinero antes de pagar a sus proveedores, por lo que no tendrá problemas de iliquidez, como se presenta en la tabla 16.

Tabla 16. Indicadores de actividad de Serviventas

<b>Actividad</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Rotación de inventario	41	66	62	58	56	54	52	50	48
Rotación de cuentas por cobrar	27	30	35	40	45	48	46	46	46
Rotación de proveedores	35	63	72	78	84	88	90	92	94

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

La rentabilidad de Serviventas estuvo por las debajo de Tropitiendas y Surticaldas; de hecho, tuvo rentabilidad negativa en gran parte del período de estudio, como se aprecia en la tabla 17.

Tabla 17. Indicadores de rentabilidad de Serviventas

<b>Rentabilidad</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Margen bruto	13,21%	13,20%	13,20%	13,20%	13,20%	13,20%	13,20%	13,20%	13,20%
Margen de ebitda	-1,27%	0,95%	0,70%	0,20%	-0,19%	-0,20%	-0,20%	-0,20%	-0,20%
Margen operacional	-1,56%	0,71%	0,46%	-0,04%	-0,44%	-0,44%	-0,44%	-0,44%	-0,44%
Margen Neto	-2,84%	-0,66%	-0,56%	-0,90%	-1,19%	-1,20%	-1,20%	-1,20%	-1,20%
ROCE	-190,64%	323,75%	-131,45%	3,60%	18,58%	12,73%	9,76%	7,97%	6,77%
ROA antes de impuestos	-7,07%	2,25%	2,72%	-0,25%	-2,49%	-2,50%	-2,59%	-2,68%	-2,76%

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

La razón corriente y la prueba ácida indicaron que la empresa no tiene cómo cubrir sus obligaciones de corto plazo con los activos corrientes. Sin embargo, el ciclo de efectivo tuvo un comportamiento descendente, como se aprecia en la tabla 18, lo que mostró buena capacidad de

generar efectivo a lo largo del período de estudio, lo que se explica por la gestión de las cuentas por cobrar y el apalancamiento con los proveedores.

Tabla 18. Indicadores de liquidez de Serviventas

<b>Liquidez</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Razón corriente	0,98	0,92	0,94	0,90	0,85	0,80	0,76	0,72	0,68
Prueba ácida	0,51	0,41	0,07	0,15	0,18	0,19	0,18	0,17	0,17
Ciclo de efectivo	33	34	25	20	17	14	8	4	0

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

En la tabla 19 se presenta el análisis de Dupont, en el que se observa de nuevo el ROE negativo para los años 2016 y 2017, lo que indica que la empresa no está obteniendo beneficios por cada peso invertido. En general, la compañía no tiene buenos márgenes, lo que implica que incurrió en pérdidas por una mala gestión en sus costos y sus gastos.

Tabla 19. Análisis de Dupont de Serviventas

<b>Análisis de Dupont</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Margen neto	-2,84%	-0,66%	-0,56%	-0,90%	-1,19%	-1,20%	-1,20%	-1,20%	-1,20%
Carga financiera	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Carga impositiva	-0,01%	0,03%	-0,28%	-0,44%	-0,56%	-0,54%	-0,54%	-0,54%	-0,54%
Rotación de activos	4,52	3,16	5,92	5,72	5,61	5,63	5,83	6,02	6,21
Apalancamiento	26,98	143,62	-48,31	-14,14	-7,45	-5,09	-3,77	-2,98	-2,45
Índice de Dupont	-345,70%	-300,57%	160,83%	72,83%	49,59%	34,48%	26,44%	21,57%	18,33%

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

El indicador de la probabilidad de quiebra de Serviventas S. A.S. obtenida con la fórmula del puntaje Z de Altman fue superior a 2,99, lo que indica que está en una zona segura y, por lo tanto, no hay que preocuparse puesto que tuvo baja probabilidad de quiebra, como se aprecia en la tabla 20.

Tabla 20. Puntaje Z de Altman de Serviventas

Puntaje Z de Altman	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
T1 (capital circulante / activos totales)	0,84	0,79	0,78	0,79	0,79	0,79	0,78	0,78	0,77
T2 (beneficios no distribuidos / activos totales)	-0,17	-0,15	-0,31	-0,34	-0,39	-0,44	-0,51	-0,58	-0,65
T3 (ebitda / activos totales)	-0,06	0,03	0,04	0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01
T4 (capitalización bursátil / deuda total)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
T5 (ventas netas / activos totales)	4,52	3,16	5,92	5,72	5,61	5,63	5,83	6,02	6,21
Sin capitalización bursátil	5,10	3,99	6,55	6,23	5,98	5,92	6,02	6,10	6,19

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

#### 4.1.4 Diagnóstico financiero de Serviexpress

El diagnóstico financiero de Serviexpress mostró una rotación del inventario en promedio de 50 días, tendencia descendiente de las cuentas por cobrar y tendencia ascendente de la rotación de proveedores, como se presenta en la tabla 21. Los valores de las tres rotaciones fueron similares a los obtenidos en las restantes empresas objeto de estudio.

Tabla 21. Indicadores de actividad de Serviexpress

<b>Actividad</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Rotación de inventario	49	59	53	53	50	50	50	50	50
Rotación de cuentas por cobrar	42	44	35	36	33	35	36	36	36
Rotación de proveedores	64	77	82	85	90	92	94	96	96

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

Los resultados en materia de rentabilidad de Serviexpress estuvieron por encima de los de Serviventas, pero muy por debajo de los de Tropitiendas y Surticaldas. Se destaca un margen operacional promedio del 0% entre 2016 y 2018 y a partir de este año se incrementó al 1%, lo que indica que la empresa escasamente cubre su costo de venta y sus gastos de operación, como se aprecia en la tabla 22.

Tabla 22. Indicadores de rentabilidad de Serviexpress

<b>Rentabilidad</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Margen bruto	13,75%	14,29%	14,02%	14,02%	14,02%	14,02%	14,02%	14,02%	14,02%
Margen de ebitda	1,50%	1,22%	1,48%	2,67%	1,12%	1,12%	1,12%	1,12%	1,12%
Margen operacional	0,22%	0,29%	0,39%	1,11%	1,12%	1,12%	1,12%	1,12%	1,12%
Margen neto	-0,44%	-0,50%	-0,22%	0,27%	0,29%	0,29%	0,29%	0,29%	0,29%
ROCE	2,95%	4,70%	6,85%	19,35%	19,06%	18,95%	18,80%	18,61%	18,44%
ROA antes de impuestos	0,75%	0,86%	1,56%	4,24%	4,11%	4,00%	3,92%	3,85%	3,85%

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

Los indicadores de liquidez mostraron que la empresa tiene posibilidad de cubrir sus obligaciones de corto plazo. El ciclo de efectivo negativo indicó que los proveedores están apalancando la operación de la compañía, como se aprecia en la tabla 23.

Tabla 23. Indicadores de liquidez de Serviexpress

<b>Liquidez</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Razón corriente	1,25	1,09	1,29	1,28	1,17	1,16	1,16	1,16	1,16
Prueba ácida	0,71	0,57	0,64	0,66	0,61	0,62	0,63	0,64	0,65
Ciclo de efectivo	26	26	6	4	-7	-7	-8	-10	-10

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

En el análisis de Dupont se evidenció que la empresa debe tomar medidas para mejorar sus márgenes de rentabilidad a través de una optimización de los costos y sus gastos, como se aprecia en la tabla 24.

Tabla 24. Análisis de Dupont de Serviexpress

<b>Análisis de Dupont</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Margen neto	-0,44%	-0,50%	-0,22%	0,27%	0,29%	0,29%	0,29%	0,29%	0,29%
Carga financiera	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Carga impositiva	-0,06%	0,08%	-0,11%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%
Rotación de activos	3,39	3,00	3,99	3,82	3,67	3,57	3,50	3,44	3,43
Apalancamiento	3,92	5,45	4,40	4,56	4,64	4,74	4,79	4,83	4,79
Índice de Dupont	-5,85%	-8,20%	-3,88%	4,67%	4,86%	4,90%	4,86%	4,82%	4,77%
ROE (utilidad neta / patrimonio)	-5,85%	-8,20%	-3,88%	4,67%	4,86%	4,90%	4,86%	4,82%	4,77%

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

En la tabla 25 se aprecia que el indicador de la probabilidad de quiebra de Serviexpress obtenida mediante la fórmula del puntaje Z de Altman fue superior a 2,99 lo que indica que está en una zona segura y, por lo tanto, no hay que preocuparse porque la empresa tiene baja probabilidad de quiebra.

Tabla 25. Puntaje Z de Altman de Serviexpress

Puntaje Z de Altman	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
T1 (capital circulante / activos totales)	0,87	0,81	0,90	0,90	0,82	0,83	0,83	0,83	0,83
T2 (beneficios no distribuidos / activos totales)	0,12	0,07	0,08	0,08	0,09	0,09	0,10	0,10	0,11
T3 (ebitda / activos totales)	0,05	0,04	0,06	0,10	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
T4 (capitalización bursátil / deuda total)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
T5 (ventas netas / activos totales)	3,39	3,00	3,99	3,82	3,67	3,57	3,50	3,44	3,43
Sin capitalización bursátil	4,77	4,19	5,37	5,36	4,91	4,82	4,76	4,71	4,71

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

#### 4.2 Rendimiento del capital invertido

El rendimiento del capital invertido (ROIC, por las iniciales de la expresión en inglés *return on invested capital*) mostró la rentabilidad de la inversión de los propietarios. La empresa Serviexpress, tuvo una tendencia creciente, que superó los márgenes del 20% a partir del año 2020, como se aprecia en la tabla 26.

Tabla 26. Rendimiento del capital invertido (ROIC)

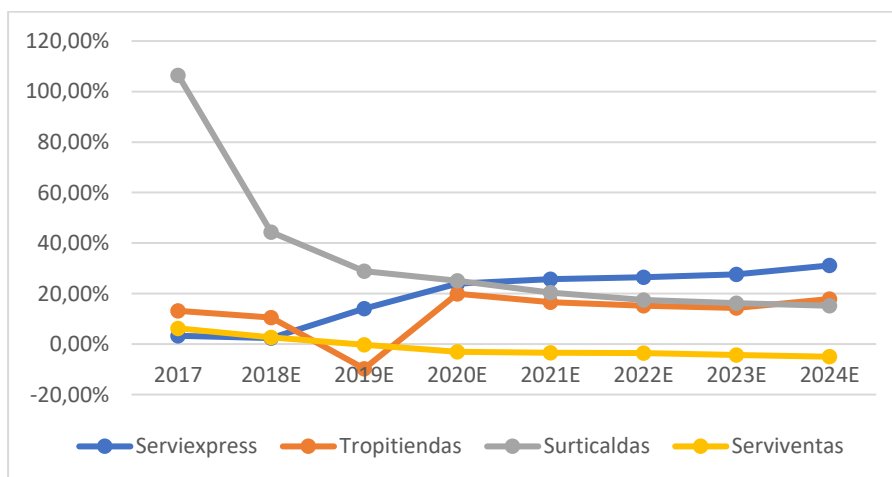
Empresa	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Serviexpress	3,22%	2,38%	14,01%	23,99%	25,67%	26,49%	27,64%	31,15%
Tropitiendas	13,14%	10,47%	-9,72%	19,93%	16,58%	15,15%	14,30%	17,87%
Surticaldas	106,48%	44,34%	28,94%	25,11%	20,35%	17,48%	16,24%	15,17%
Serviventas	6,23%	2,62%	-0,28%	-3,08%	-3,38%	-3,62%	-4,36%	-5,02%

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

Por su parte, Tropitiendas tuvo una tendencia descendente durante los años históricos y a partir del año 2020 elevó la rentabilidad a cifras de dos dígitos y volvió a presentar una tendencia decreciente. Surticaldas inició con rentabilidades de tres cifras y poco a poco disminuyó dicho indicador, hasta llegar al 15%. Por último, Serviventas a partir del año 2019 presentó rentabilidad negativa, como se aprecia en la figura 2.

Figura 2. Rendimiento del capital invertido



Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

### 4.3 Costo promedio ponderado de capital (WACC)

El costo promedio ponderado de Capital (WACC, por las iniciales de la expresión en inglés *weighted average cost of capital*) determina el promedio de los costos de las fuentes de financiación de la empresa y se calcula como el costo promedio ponderado de los pasivos y el patrimonio (García Serna, 2003).

Los supuestos utilizados para la determinación del costo promedio ponderado de capital se presentan en la tabla 27.

Tabla 27. Supuestos de estimación del WACC

Año	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
rf spot	2,40%	2,69%	1,92%	0,93%	1,58%	1,58%	1,58%	1,58%
rm-rf	5,08%	5,96%	5,20%	4,72%	4,62%	4,62%	4,62%	4,62%
$\beta$	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73
Riesgo de país	1,64%	1,59%	1,66%	1,63%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%
Keu en USD	7,75%	8,63%	7,38%	6,01%	6,79%	6,79%	6,79%	6,79%
Inflación de Colombia	4,09%	3,18%	3,80%	1,61%	3,60%	3,30%	3,10%	3,10%
Inflación de Estados Unidos	2,11%	1,91%	2,29%	1,36%	2,26%	2,40%	2,50%	2,45%
Keu en COP	7,90%	8,74%	7,48%	6,02%	6,88%	6,85%	6,83%	6,84%
Kd	0	0	0	0	0	0	0	0
$Kel = Ku + (Ku - Kd) * (1 - T) * (D/E)$	7,90%	8,74%	8,21%	6,02%	6,88%	6,85%	6,83%	6,84%

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia con base en (Damodaran, 2022) y (United State Department of The Treasury, 2022)

Por pertenecer al mismo sector, las empresas analizadas mostraron similitud en su estructura financiera, en los costos de las fuentes de financiación y en el riesgo financiero, como se aprecia en la tabla 28.

Tabla 28. Costo promedio ponderado de capital

<b>Empresa</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Serviexpress	8,26%	8,43%	7,48%	6,02%	6,88%	6,85%	6,83%	6,84%
Tropitiendas	7,90%	8,74%	7,32%	6,02%	6,88%	6,85%	6,83%	6,84%
Surticaldas	7,90%	8,74%	7,48%	6,02%	6,88%	6,85%	6,83%	6,84%
Serviventas	8,48%	4,12%	7,48%	6,02%	6,88%	6,85%	6,83%	6,84%

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

El WACC se utiliza como indicador de la rentabilidad mínima que debería generar la compañía para estar en equilibrio y no destruir valor; de hecho, es el indicador de base para el cálculo del valor económico agregado.

#### **4.4 Valor económico agregado**

El valor económico agregado (EVA, por las iniciales de la expresión en inglés *economic value added*) es el resultado obtenido una vez que se han cubierto todos los gastos y satisfecho una rentabilidad mínima esperada por parte de los accionistas. Si el EVA es positivo, significa que la firma generó una rentabilidad por encima de su costo de capital, lo implica la creación de valor, mientras que, si es negativo, se considera que la organización no es capaz de cubrir su costo de capital y, por lo tanto, está destruyendo valor para los accionistas.

En la tabla 29 se presenta el EVA de las cuatro empresas. que más generó valor para sus accionistas fue Tropitiendas, pese a que en 2019 tuvo una leve destrucción de valor.

Tabla 29. Valor económico agregado

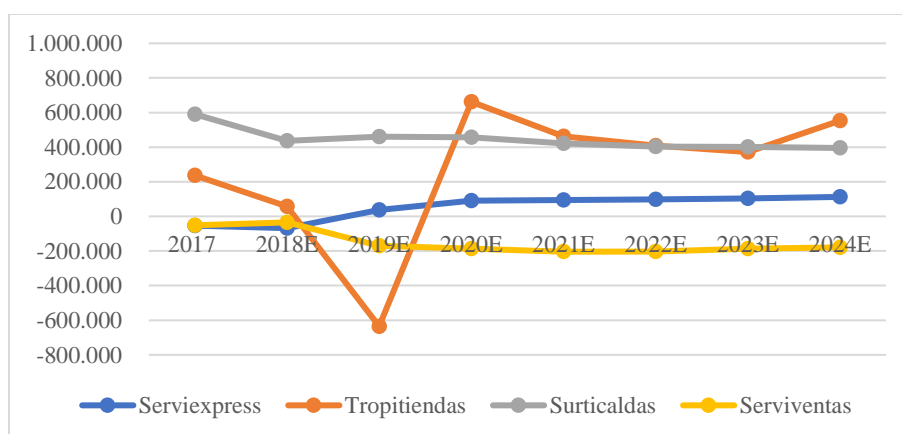
Empresa	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Serviexpress	-\$52.677	-\$67.929	\$36.880	\$91.605	\$93.626	\$98.831	\$104.411	\$112.615
Tropitiendas	\$237.086	\$56.640	-\$634.859	\$661.866	\$462.709	\$409.375	\$371.813	\$552.258
Surticaldas	\$590.227	\$436.814	\$460.842	\$456.864	\$422.086	\$404.131	\$400.627	\$395.265
Serviventas	-\$51.116	-\$34.582	-\$169.405	-\$187.228	-\$203.990	-\$202.438	-\$186.984	-\$179.085

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

En segundo lugar se situó Surticaldas, que generó valor durante todo el período de estudio, como se aprecia en la figura 3. En tercer lugar estuvo Serviexpress, en la que en el año 2018 también hubo una pequeña destrucción de valor. Por último estuvo Serviventas, que no alcanzó a cubrir la rentabilidad mínima exigida en ninguno de los años objeto de estudio.

Figura 3. Valor económico agregado



Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

## 4.5 Modelo de valoración

En la investigación se utilizó el modelo de FCL descontado para estimar el valor de Serviexpress, Surticaldas y Serviventas y de la empresa resultante de la fusión, el cual se puede observar en la tabla 30.

Tabla 30 Flujo de caja libre Serviexpress, Surticaldas, Serviventas y Tropitiendas.

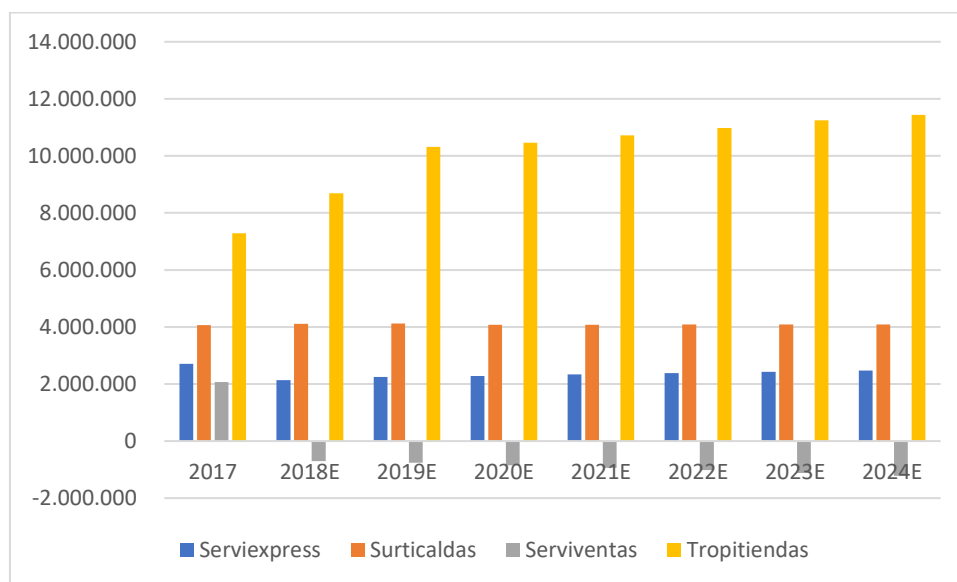
Empresa	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Serviexpress	244.893	88.626	15.159	98.729	141.360	169.229	205.239	279.570	298.145
Surticaldas	812.398	480.845	51.377	134.209	-290.596	-623.858	-728.119	-847.872	-901.147
Serviventas	255.696	82.792	-2.254.545	-2.314.875	-2.493.064	-2.701.363	-2.714.593	-2.841.437	-2.962.819
Tropitiendas	134.002	242.458	326.653	465.915	686.673	898.881	1.193.605	1.479.973	1.572.731

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

Adicionalmente se valoraron las cuatro empresas mencionadas; los valores en el período de estudio se presentan en la figura 4.

Figura 4. Valoración



Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

La empresa que tuvo mayor valor fue Tropitiendas, seguida de Surticaldas, Serviexpress y, por último, Serviventas, como se presenta en la tabla 31.

Para determinar si la fusión generó valor se estimó la sinergia, que consiste en la diferencia entre el valor de la compañía resultante de la fusión y la suma de los valores de las tres empresas individuales. Si este valor es positivo significa que la fusión generó sinergia.

Tabla 31. Valoración en miles de pesos

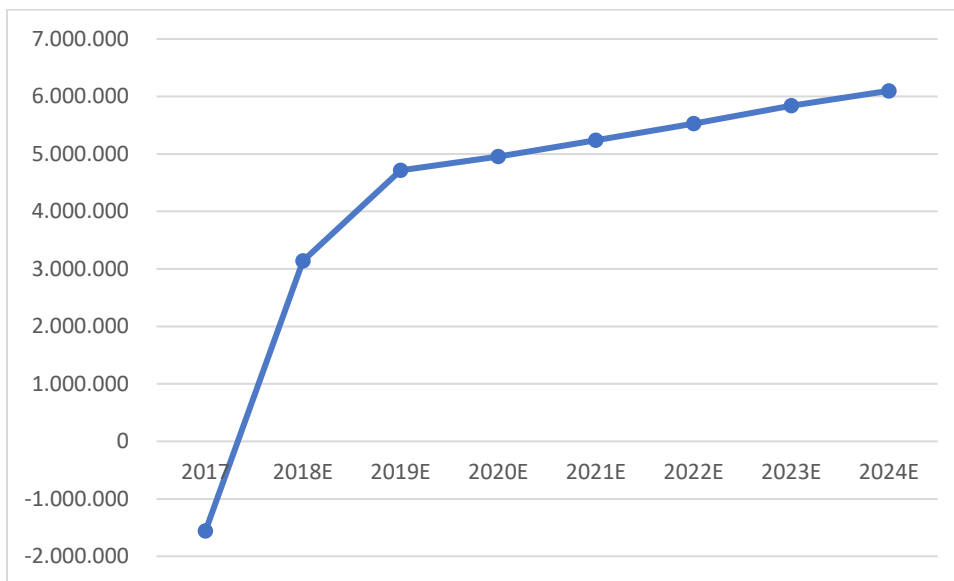
<b>Empresa</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Serviexpress	2.703.536	2.138.411	2.246.549	2.284.622	2.337.150	2.386.722	2.432.802	2.472.877
Surticaldas	4.069.455	4.108.758	4.119.529	4.076.270	4.076.082	4.084.622	4.087.203	4.085.060
Serviventas	2.074.668	-697.310	-758.906	-850.658	-934.462	-1.018.540	-1.116.075	-1.220.145
Tropitiendas	7.287.109	8.687.924	10.319.080	10.462.333	10.715.592	10.977.880	11.242.275	11.435.782
<b>Total</b>	<b>8.847.660</b>	<b>5.549.860</b>	<b>5.607.172</b>	<b>5.510.233</b>	<b>5.478.770</b>	<b>5.452.804</b>	<b>5.403.931</b>	<b>5.337.792</b>
<b>Tropitiendas</b>	<b>7.287.109</b>	<b>8.687.924</b>	<b>10.319.080</b>	<b>10.462.333</b>	<b>10.715.592</b>	<b>10.977.880</b>	<b>11.242.275</b>	<b>11.435.782</b>
<b>Sinergia</b>	<b>-1.560.551</b>	<b>3.138.064</b>	<b>4.711.907</b>	<b>4.952.100</b>	<b>5.236.822</b>	<b>5.525.076</b>	<b>5.838.344</b>	<b>6.097.990</b>

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

Como se mencionó en el párrafo anterior, para identificar si en efecto se generó un beneficio mayor fruto de la fusión de las empresas, se calculó la sinergia, que mostró generación de valor con tendencia ascendente en el período de estudio, como se presenta en la figura 5.

Figura 5. Sinergia



Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

## 5. Conclusiones y recomendaciones

En la investigación se determinó la rentabilidad de una empresa posfusión. Para ello se analizaron los indicadores financieros y de rentabilidad y se llevaron a cabo los análisis de Dupont y del puntaje Z de Altman para entender el comportamiento financiero de cada una de las compañías antes de la fusión y después de ella. Luego se proyectó el valor por medio de las metodologías de FCL descontado y de valor económico agregado y se estimó la sinergia generada por la fusión.

Servientas y Serviexpress presentaban pérdidas antes de la fusión, por su parte, mientras que Tropitiendas y Surticaldas tenían buenos indicadores financieros antes de ella. Se determinó que Tropitiendas absorbería a las otras tres empresas porque de lo contrario Servientas y Serviexpress no permanecerían en el mercado debido a la fuerte competencia y a la mala administración de sus costos y sus gastos.

La proyección de los indicadores financieros mostró una mejora significativa de los resultados de la compañía fusionada a través de un aumento considerable en sus ingresos y la optimización de sus costos y sus gastos, lo que permitirá aumentar sus márgenes de rentabilidad.

El grupo Tropi, de acuerdo con su estrategia organizacional y operativa, pagó un número importante de indemnizaciones al personal, lo que afectó de manera importante el gasto operacional de 2018 y 2019, período en el que se llevó a cabo del proceso de fusión.

Por medio de alianzas con proveedores de alta categoría, la nueva organización logró incrementar el número de días de pago en 2019, de modo que mejoró su apalancamiento para su operación y también su ciclo de efectivo.

En 2018 la entidad decidió reunir su centro de distribución en un solo lugar y cerrar los tres establecimientos en los que estaban las demás distribuidoras, lo que le permitirá tener mayor abastecimiento de mercancía, ser más eficiente en su operación logística, optimizar sus costos y tener un sistema de almacenaje adecuado para dicho centro, con lo que será más competitiva en el mercado puesto que ofrecerá productos con menor precio y mayor eficiencia en la entrega y aumentará su flujo de caja, con lo que logrará incrementar valor para los accionistas.

La fusión generó sinergia, de modo que se aumentó el valor para los accionistas a través de la optimización de procesos y la mayor competitividad en el mercado.

Como recomendación, se considera que la empresa fusionada debe prepararse para la convivencia con otros socios y propiciar una cultura organizacional de integración corporativa y de diferentes perfiles de liderazgo, al igual que la formación de su capital humano ante la nueva realidad de la firma.

Estudios posteriores deben considerar el diseño de una cultura organizacional de generación de valor en la que se tengan en cuenta los perfiles previos de las compañías y los nuevos cambios.

## Referencias

- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *Journal of Finance*, 23(4), 589-609. <https://doi.org/10.2307/2978933>
- Altman, E. I. (2000). *Predicting financial distress of companies: revisiting the Z-score and Zeta® models*. Stern School of Business, New York University.  
<https://pages.stern.nyu.edu/~ealtman/Zscores.pdf>
- Altman, E. I., Haldeman, R., & Narayanan, P. (1977). *ZETA analysis: a new model to identify bankruptcy risk of corporations*. Stern School of Business, New York University.  
<https://pages.stern.nyu.edu/~ealtman/ZETA-Analysis.pdf>
- Arce Burgoa, L. G. (2008). Sinergia estratégica: "una necesidad para la supervivencia de las empresas". *Perspectivas*, 21, 141-160.  
<https://www.redalyc.org/pdf/4259/425942157008.pdf>
- Becerra Elejalde, L. L. (2020, 10 de agosto). Las cadenas discounters mejoran su posición, pero no llegan al top tres del sector comercio. *La República*.  
<https://www.larepublica.co/empresas/discounters-mejoran-su-posicion-pero-no-llegan-al-top-tres-del-sector-comercio-3042196>
- Campa, J. M., y Hernando, I. (2007, abril). *The reaction by industry insiders to M&As in the European financial industry* (papel de trabajo N° 689). IESE Business School, Universidad de Navarra. <https://www.bde.es/informes/be/docs/dt0713e.pdf>
- Carbonell García, J. F. (2014, abril). *Proceso de generación de valor en fusiones y adquisiciones* (trabajo de grado, doble grado en Dirección y Administración de Empresas y en Derecho, Pontificia Universidad de Comillas).  
<https://repositorio.comillas.edu/rest/bitstreams/624/retrieve>

- Cardona Gómez, J. (2009). Valor económico agregado. *Visión Contable*, 7, 75-92.  
<http://publicaciones.unaula.edu.co/index.php/VisionContable/article/view/401>
- Castillo, J. J., & McAniff, P. (2007). *The practitioner's guide to investment banking, mergers & acquisitions. Corporate finance*. Circinus Business Press.
- Córdoba Padilla, M. (2014). *Análisis financiero*. ECOE Ediciones.
- Corrales Estrada, M. (2005). Fusiones y adquisiciones: una consecuencia de la globalización, competitividad y posicionamiento. *Revista Transferencia*, 72, 27-29.
- Damodaran, A. (1997). *Corporate finance. Theory and practice*. John Wiley & Sons.
- Damodaran, A.. (2022). *Current Data Damodaran Online*. Obtenido de Damodaran Online: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- DePamphilis, D. M. (2017). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities*, 9ª ed. Elsevier.
- EMIS (2021). *Inversiones Tropi Colombia S. A. S*. EMIS. [https://www.emis.com/php/company-profile/CO/Inversiones\\_Tropi\\_Colombia\\_SAS\\_es\\_8167701.html](https://www.emis.com/php/company-profile/CO/Inversiones_Tropi_Colombia_SAS_es_8167701.html)
- García Serna, Ó. L. (2003). *Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA*. El autor.
- Herrera Freire, A. G., Betancourt Gonzaga, V. A., Herrera Freire, A. H., Rodríguez, S., y Vivanco Granda, E. C. (2016). Razones financieras de liquidez en la gestión empresarial para la toma de decisiones. *Quipukamayoc*, 24(46), 153-162.  
<https://doi.org/10.15381/quipu.v24i46.13249>
- KPMG (2002). *Reporte de la actividad de fusiones y adquisiciones al primer semestre de 2002*. KPMG. <https://docplayer.es/41008994-Kpmg-kpmg-reporte-de-la-actividad-de-fusiones-y-adquisiciones-al-primer-semester-del-2002.html>
- MarketLine (2021, julio). *Food and grocery retail in Colombia-Market summary, competitive analysis and forecast to 2025*. MarketLine.

<https://store.marketline.com/report/ohmf13989--food-and-grocery-retail-in-colombia-market-summary-competitive-analysis-and-forecast-to-2025-2/>

Mascareñas, J. (2005). *Fusiones y adquisiciones de empresas*, 4ª ed. McGraw-Hill.

McKinsey & Company, Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. Koller Tim, G. M. (2020).

*Measuring and managing the value of companies*, 7ª ed. John Wiley & Sons.

Mellen, C. M., & Evans, F. C. (2010). *Valuation for M&A. Building value in private companies*.

John Wiley & Sons.

Nava Rosillón, M. (2009). Análisis financiero: una herramienta clave para una gestión financiera eficiente. *Revista Venezolana de Gerencia*, 14(48), 606-628.

[http://ve.scielo.org/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1315-99842009000400009](http://ve.scielo.org/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1315-99842009000400009)

Ortiz Anaya, H. (2018). *Análisis financiero aplicado bajo NIIF*, 16ª ed. Universidad Externado de Colombia.

Presidencia de la República (1971). *Decreto 410, de 27 de marzo de 1971, por el cual se expide el Código de Comercio*. Presidencia de la República.

[http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/codigo\\_comercio.html](http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/codigo_comercio.html)

Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. F. (2012). *Finanzas corporativas*, 9ª ed. McGraw-Hill.

<https://cucjonline.com/biblioteca/files/original/923fbdb1a071a4533d1fa4b240c25592.pdf>

Suárez, I., Gorbaneff, Y., y Beltrán, J. (2009). Motivos de fusiones y grupos económicos: el caso Davivienda - Bansuperior - Bancafé. *Forum Empresarial*, 14(2), 59-92.

<https://www.redalyc.org/pdf/631/63112889004.pdf>

Superintendencia de Sociedades. (2022). *Superintendencia de Sociedades*. Obtenido de [https://www.supersociedades.gov.co/delegatura\\_aec/estudios\\_financieros/Paginas/estados-financieros-historicos.aspx](https://www.supersociedades.gov.co/delegatura_aec/estudios_financieros/Paginas/estados-financieros-historicos.aspx)

Tom Li, S.-Y., & Lim, K. S. (2006). *The impact of M&A and joint ventures on the value of IT and non IT firms*. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 27(2), 111-123.

<https://doi.org/10.1007/s11156-006-8792-5>

United State Department of The Treasury. (2022). *Data U.S. Department of The Treasury*.  
Obtenido de <https://home.treasury.gov/policy-issues/financing-the-government/interest-rate-statistics>

Van Horne, J. C., y Wachowicz, Jr., J. M. (2002). *Fundamentos de administración financiera*, 11ª ed. Pearson.

Vidarte, J. J. (2009, julio). El flujo de caja descontado como la mejor metodología en la determinación del valor de una empresa. *Gestión & Desarrollo*, 6(2), 103-110.

[https://www.usbcali.edu.co/sites/default/files/flujo-de-caja\\_josevidarte.pdf](https://www.usbcali.edu.co/sites/default/files/flujo-de-caja_josevidarte.pdf)

Zozaya González, N. (2007). *Las fusiones y adquisiciones como fórmula de crecimiento empresarial*. Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa.

<http://www.ipyme.org/publicaciones/las%20fusiones%20y%20adquisiciones%20como%20formula%20de%20crecimiento%20empresarial.pdf>

## Anexos

Para la empresa distribuidora Tropitiendas se presentan los siguientes anexos: 1. Estado de situación financiera de Tropitiendas, 2. Estado de resultados de Tropitiendas, 3. Análisis horizontal del estado de resultados de Tropitiendas, 4. Análisis vertical del estado de resultados de Tropitiendas y 5. Análisis del estado de situación financiera de Tropitiendas.

### Anexo 1. Estado de situación financiera de Tropitiendas

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>Activos corrientes</b>									
Efectivo y equivalentes al efectivo	\$134.002	\$242.458	\$326.653	\$465.915	\$686.673	\$898.881	\$1.193.605	\$1.479.973	\$1.572.731
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas									
por cobrar corrientes	\$3.163.797	\$3.158.978	\$7.092.058	\$7.652.524	\$7.769.672	\$8.126.654	\$8.310.569	\$8.479.054	\$8.647.629
Inventarios corrientes	\$3.610.166	\$3.842.749	\$5.003.301	\$5.470.822	\$5.789.183	\$6.318.438	\$6.860.093	\$7.421.867	\$8.017.767
Activos por impuestos corrientes	\$33.853	\$113.353	\$1.468.718	\$2.002.371	\$2.016.345,01	\$2.108.987,19	\$2.198.191,02	\$2.286.731,96	\$2.378.839,24
Otros activos no financieros corrientes	\$8.485	\$6.892	\$8.331	\$104.467	\$105.196,05	\$110.029,34	\$114.683,25	\$119.302,58	\$124.107,97
<b>Total de activos corrientes</b>	<b>\$6.950.303</b>	<b>\$7.364.430</b>	<b>\$13.899.061</b>	<b>\$15.696.099</b>	<b>\$16.367.069</b>	<b>\$17.562.990</b>	<b>\$18.677.141</b>	<b>\$19.786.929</b>	<b>\$20.741.075</b>
<b>Activos no corrientes</b>									
Propiedades, planta y equipo	\$288.521	\$298.074	\$652.668	\$555.973	\$603.148,26	\$625.451,15	\$648.732,78	\$667.995,99	\$703.502,20
Propiedades de inversión en valor razonable con									
cambios en resultados	\$0	\$0	\$0	\$554.905	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0

Activos intangibles distintos de la plusvalía	\$0	\$0	\$13.849	\$7.396	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Activos por impuestos diferidos	\$100	\$0	\$0	\$172.563	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Otros activos financieros no corrientes	\$0	\$0	\$554.905	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
<b>Total de activos no corrientes</b>	<b>\$288.621</b>	<b>\$298.074</b>	<b>\$1.221.422</b>	<b>\$1.290.837</b>	<b>\$603.148</b>	<b>\$625.451</b>	<b>\$648.733</b>	<b>\$667.996</b>	<b>\$703.502</b>
<b>Total de activos</b>	<b>\$7.238.924</b>	<b>\$7.662.504</b>	<b>\$15.120.483</b>	<b>\$16.986.936</b>	<b>\$16.970.217</b>	<b>\$18.188.441</b>	<b>\$19.325.874</b>	<b>\$20.454.924</b>	<b>\$21.444.577</b>
<b>Patrimonio y pasivos</b>									
<b>Pasivos corrientes</b>									
<b>Provisiones corrientes</b>									
Provisiones corrientes por beneficios a los									
empleados	\$102.127	\$118.229	\$298.098	\$323.352	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Otras provisiones corrientes	\$22.000	\$76.408	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Total de provisiones corrientes	\$124.127	\$194.637	\$298.098	\$323.352	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas									
por pagar	\$2.319.806	\$3.807.406	\$10.197.123	\$11.334.045	\$11.406.252	\$12.245.594	\$13.038.407	\$13.851.715	\$14.412.714
Pasivos por impuestos corrientes	\$128.023	\$117.008	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Préstamos corrientes	\$0	\$0	\$862.148	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Otros pasivos no financieros corrientes	\$0	\$231.998	\$221.128	\$254.953	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Total de pasivos corrientes	\$2.571.956	\$4.351.049	\$11.578.497	\$11.912.350	\$11.406.252	\$12.245.594	\$13.038.407	\$13.851.715	\$14.412.714
Pasivos incluidos en grupos de activos para su									
disposición clasificados como mantenidos para la									
venta	\$1.968.273	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
<b>Pasivos corrientes totales</b>	<b>\$4.540.229</b>	<b>\$4.351.049</b>	<b>\$11.578.497</b>	<b>\$11.912.350</b>	<b>\$11.406.252</b>	<b>\$12.245.594</b>	<b>\$13.038.407</b>	<b>\$13.851.715</b>	<b>\$14.412.714</b>
<b>Pasivos no corrientes</b>									
<b>Provisiones no corrientes</b>									

Pasivo por impuestos diferidos	\$0	\$26.310	\$11.240	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
<b>Total de pasivos no corrientes</b>	<b>\$0</b>	<b>\$26.310</b>	<b>\$11.240</b>	<b>\$0</b>	<b>\$0</b>	<b>\$0</b>	<b>\$0</b>	<b>\$0</b>	<b>\$0</b>
<b>Total de pasivos</b>	<b>\$4.540.229</b>	<b>\$4.377.359</b>	<b>\$11.589.737</b>	<b>\$11.912.350</b>	<b>\$11.406.252</b>	<b>\$12.245.594</b>	<b>\$13.038.407</b>	<b>\$13.851.715</b>	<b>\$14.412.714</b>
<b>Patrimonio</b>									
Capital emitido	\$1.040.000	\$1.040.000	\$2.857.000	\$2.857.000	\$2.857.000	\$2.857.000	\$2.857.000	\$2.857.000	\$2.857.000
Otras reservas	\$520.000	\$520.000	\$1.154.319	\$1.154.319	\$1.154.319	\$1.154.319	\$1.154.319	\$1.154.319	\$1.154.319
Ganancias acumuladas	\$1.138.695	\$1.725.145	-\$480.573	\$1.063.267	\$1.552.647	\$1.931.528	\$2.276.148	\$2.591.890	\$3.020.543
<b>Patrimonio total</b>	<b>\$2.698.695</b>	<b>\$3.285.145</b>	<b>\$3.530.746</b>	<b>\$5.074.586</b>	<b>\$5.563.966</b>	<b>\$5.942.847</b>	<b>\$6.287.467</b>	<b>\$6.603.209</b>	<b>\$7.031.862</b>
<b>Total de patrimonio y pasivos</b>	<b>\$7.238.924</b>	<b>\$7.662.504</b>	<b>\$15.120.483</b>	<b>\$16.986.936</b>	<b>\$16.970.217</b>	<b>\$18.188.441</b>	<b>\$19.325.874</b>	<b>\$20.454.924</b>	<b>\$21.444.577</b>

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

## Anexo 2. Estado de resultados de Tropitiendas

<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Ingresos de actividades ordinarias	\$24.408.298	\$25.804.464	\$55.619.864	\$52.409.380	\$52.775.131	\$55.199.916	\$57.534.706	\$59.852.147	\$62.262.932
Costo de ventas	\$20.559.627	\$21.817.794	\$47.587.295	\$44.992.655	\$45.306.646,	\$47.388.287	\$49.392.670	\$51.382.157	\$53.451.779
<b>Ganancia bruta</b>	<b>\$3.848.671</b>	<b>\$3.986.670</b>	<b>\$8.032.569</b>	<b>\$7.416.725</b>	<b>\$7.468.484</b>	<b>\$7.811.628</b>	<b>\$8.142.037</b>	<b>\$8.469.990</b>	<b>\$8.811.153</b>
Otros ingresos	\$269.740	\$831.783	\$1.918.422	\$1.347.839	\$1.365.483	\$1.428.221	\$1.488.630	\$1.548.591	\$1.610.966
Gastos de ventas	\$2.226.755	\$2.883.464	\$6.402.061	\$7.198.167	\$6.008.728	\$6.597.038	\$6.987.819	\$7.364.298	\$7.438.280
Gastos de administración	\$934.311	\$991.612	\$2.353.332	\$1.862.877	\$1.345.766	\$1.407.598	\$1.467.135	\$1.526.230	\$1.587.705
Otros gastos	\$30.149	\$21.399	\$77.607	\$155.471	\$84.787	\$88.682	\$92.433	\$96.156	\$100.029
Otras ganancias (pérdidas)	\$40.713	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
<b>Ganancia (pérdida) por actividades de operación</b>	<b>\$967.909</b>	<b>\$921.978</b>	<b>\$1.117.991</b>	<b>-\$451.951</b>	<b>\$1.394.687</b>	<b>\$1.146.531</b>	<b>\$1.083.280</b>	<b>\$1.031.896</b>	<b>\$1.296.105</b>
Ingresos financieros	\$14.118	\$4.760	\$11.755	\$9.395	\$15.219	\$15.918	\$16.591	\$17.260	\$17.955
Costos financieros	\$526	\$17.182	\$831.504	\$397.707	\$306.434	\$320.513	\$334.070	\$347.526	\$361.524
<b>Ganancia (pérdida) antes de impuestos</b>	<b>\$981.501</b>	<b>\$909.556</b>	<b>\$298.242</b>	<b>-\$840.263</b>	<b>\$1.103.472</b>	<b>\$841.935</b>	<b>\$765.801</b>	<b>\$701.630</b>	<b>\$952.535</b>
Ingreso (gasto) por impuestos	\$397.224	\$323.106	\$206.957	-\$167.102	\$353.111	\$261.000	\$237.398	\$217.505	\$295.286
<b>Ganancia (pérdida)</b>	<b>\$584.277</b>	<b>\$586.450</b>	<b>\$91.285</b>	<b>-\$673.161</b>	<b>\$750.361</b>	<b>\$580.935</b>	<b>\$528.403</b>	<b>\$484.125</b>	<b>\$657.249</b>

Nota: E = estimación

Anexo 3. Análisis horizontal del estado de resultados de Tropitiendas

<b>Análisis horizontal del estado de resultados</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Crecimiento nominal de ventas	11,00%	5,72%	115,54%	-5,77%	0,70%	4,59%	4,23%	4,03%	4,03%
Crecimiento real de ventas	4,96%	1,57%	108,90%	-9,22%	-0,90%	0,96%	0,90%	0,90%	0,90%
Inflación	5,75%	4,09%	3,18%	3,80%	1,61%	3,60%	3,30%	3,10%	3,10%

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

Anexo 4. Análisis vertical del estado de resultados de Tropitiendas

<b>Análisis vertical del estado de resultados</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Costo de las mercaderías vendidas	84,23%	84,55%	85,56%	85,85%	85,85%	85,85%	85,85%	85,85%	85,85%
Otros ingresos	1,11%	3,22%	3,45%	2,57%	2,59%	2,59%	2,59%	2,59%	2,59%
Gastos de venta	9,12%	11,17%	11,51%	13,73%	11,39%	11,95%	12,15%	12,30%	11,95%
Gastos de administración	3,83%	3,84%	4,23%	3,55%	2,55%	2,55%	2,55%	2,55%	2,55%
Otros gastos	0,12%	0,08%	0,14%	0,30%	0,16%	0,16%	0,16%	0,16%	0,16%
Ingresos financieros	0,06%	0,02%	0,02%	0,02%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%
Costos financieros	0,00%	0,07%	1,49%	0,76%	0,58%	0,58%	0,58%	0,58%	0,58%
Depreciaciones y amortizaciones	52,68%	31,89%	37,46%	25,37%	36,85%	32,89%	33,14%	32,06%	33,74%
Impuesto	40,47%	35,52%	69,39%	19,89%	19,89%	19,89%	19,89%	19,89%	19,89%
Porcentaje de reparto de dividendos	34,23%	35,33%	242,36%	0,00%	34,78%	34,78%	34,78%	34,78%	34,78%

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

## Anexo 5. Análisis del estado de situación financiera Tropitiendas

<b>Análisis del estado de situación financiera</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Número de días de cartera	47	44	46	53	53	53	52	51	50
Días de inventarios	63	63	38	44	46	48	50	52	54
Días de proveedores	40	62	75	90	90	92	94	96	96
Compras	21.136.270	22.050.377	48.747.847	45.460.176	45.625.007	47.917.543	49.934.325	51.943.932	54.047.679
Activos por impuestos corrientes	0,14%	0,44%	2,64%	3,82%	3,82%	3,82%	3,82%	3,82%	3,82%
Otros activos no financieros corrientes	0,03%	0,03%	0,01%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%
Activos fijos netos	1,18%	1,16%	1,17%	1,06%	1,14%	1,13%	1,13%	1,12%	1,13%
Impuestos por pagar de corto plazo	38,88%	29,46%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Remuneraciones y cargas sociales de corto plazo	0,42%	0,46%	0,54%	0,62%	0,62%	0,62%	0,62%	0,62%	0,62%
Otros pasivos de corto plazo	0,52%	1,35%	0,40%	0,49%	0,49%	0,49%	0,49%	0,49%	0,49%

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

Para la empresa distribuidora Surticaldas se presentan los siguientes anexos: 6. Estado de situación financiera de Surticaldas, 7. Estado de resultados de Surticaldas, 8. Análisis horizontal del estado de resultados de Surticaldas, 9. Análisis vertical del estado de resultados de Surticaldas y 10. Análisis del estado de situación financiera de Surticaldas.

#### Anexo 6. Estado de situación financiera de Surticaldas

<b>ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>Activos corrientes</b>									
Efectivo y equivalentes al efectivo	\$812.398	\$480.845	\$51.377	\$134.209	-\$290.596	-\$623.858	-\$728.119	-\$847.872	-\$901.147
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas									
por cobrar corrientes	\$1.342.691	\$1.610.300	\$1.947.461	\$2.101.676	\$2.345.138	\$2.650.700	\$2.968.997	\$3.217.276	\$3.525.364
Inventarios corrientes	\$1.189.395	\$1.891.902	\$2.255.691	\$2.347.793	\$2.569.061	\$3.022.985	\$3.150.848	\$3.459.859	\$3.599.219
Activos por impuestos corrientes	\$9.706	\$0	\$10.663	\$11.104	\$11.391	\$11.914	\$12.418	\$12.918	\$13.438
Otros activos no financieros corrientes	\$2.396	\$3.767	\$5.174	\$6.715	\$8.250	\$10.054	\$11.963	\$13.990	\$16.160
<b>Total de activos corrientes</b>	<b>\$3.356.586</b>	<b>\$3.986.814</b>	<b>\$4.270.365</b>	<b>\$4.601.497</b>	<b>\$4.643.243</b>	<b>\$5.071.794</b>	<b>\$5.416.107</b>	<b>\$5.856.171</b>	<b>\$6.253.034</b>
<b>Activos corrientes totales</b>									
<b>\$3.356.586</b>	<b>\$3.986.814</b>	<b>\$4.270.365</b>	<b>\$4.601.497</b>	<b>\$4.643.243</b>	<b>\$5.071.794</b>	<b>\$5.416.107</b>	<b>\$5.856.171</b>	<b>\$6.253.034</b>	
<b>Activos no corrientes</b>									
Propiedades, planta y equipo	\$56.332	\$82.272	\$110.654	\$141.774	\$172.673	\$209.092	\$247.626	\$288.486	\$332.236
Propiedades de inversión en valor razonable									
con cambios en resultados	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Activos intangibles distintos de la plusvalía	\$11.810	\$8.896	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Activos por impuestos diferidos	\$7.406	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0

Otros activos financieros no corrientes	\$50.891	\$235.859	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
<b>Total de activos no corrientes</b>	<b>\$126.439</b>	<b>\$327.027</b>	<b>\$110.654</b>	<b>\$141.774</b>	<b>\$172.673</b>	<b>\$209.092</b>	<b>\$247.626</b>	<b>\$288.486</b>	<b>\$332.236</b>
<b>Total de activos</b>	<b>\$3.483.025</b>	<b>\$4.313.841</b>	<b>\$4.381.019</b>	<b>\$4.743.271</b>	<b>\$4.815.916</b>	<b>\$5.280.886</b>	<b>\$5.663.733</b>	<b>\$6.144.657</b>	<b>\$6.585.270</b>
<b>Patrimonio y pasivos</b>									
<b>Pasivos corrientes</b>									
<b>Provisiones corrientes</b>									
Provisiones corrientes por beneficios a los									
empleados	\$38.067	\$47.717	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Otras provisiones corrientes	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
<b>Total de provisiones corrientes</b>	<b>\$38.067</b>	<b>\$47.717</b>	<b>\$0</b>	<b>\$0</b>	<b>\$0</b>	<b>\$0</b>	<b>\$0</b>	<b>\$0</b>	<b>\$0</b>
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas									
por pagar	\$1.828.357	\$2.170.388	\$2.176.048	\$2.209.182	\$1.963.673	\$2.090.977	\$2.121.876	\$2.236.676	\$2.296.417
Pasivos por impuestos corrientes	\$152.179	\$143.603	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Préstamos corrientes	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Otros pasivos no financieros corrientes	\$25	\$30.477	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
<b>Total de pasivos corrientes</b>	<b>\$2.018.628</b>	<b>\$2.392.185</b>	<b>\$2.176.048</b>	<b>\$2.209.182</b>	<b>\$1.963.673</b>	<b>\$2.090.977</b>	<b>\$2.121.876</b>	<b>\$2.236.676</b>	<b>\$2.296.417</b>
Pasivos incluidos en grupos de activos para su									
disposición clasificados como mantenidos para									
la venta	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
<b>Pasivos corrientes totales</b>	<b>\$2.018.628</b>	<b>\$2.392.185</b>	<b>\$2.176.048</b>	<b>\$2.209.182</b>	<b>\$1.963.673</b>	<b>\$2.090.977</b>	<b>\$2.121.876</b>	<b>\$2.236.676</b>	<b>\$2.296.417</b>
<b>Pasivos no corrientes</b>									
<b>Provisiones no corrientes</b>									

Pasivo por impuestos diferidos	\$0	\$4.708	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
<b>Total de pasivos no corrientes</b>	<b>\$0</b>	<b>\$4.708</b>	<b>\$0</b>	<b>\$0</b>	<b>\$0</b>	<b>\$0</b>	<b>\$0</b>	<b>\$0</b>	<b>\$0</b>
<b>Total de pasivos</b>	<b>\$2.018.628</b>	<b>\$2.396.893</b>	<b>\$2.176.048</b>	<b>\$2.209.182</b>	<b>\$1.963.673</b>	<b>\$2.090.977</b>	<b>\$2.121.876</b>	<b>\$2.236.676</b>	<b>\$2.296.417</b>
<b>Patrimonio</b>									
Capital emitido	\$738.000	\$738.000	\$738.000	\$738.000	\$738.000	\$738.000	\$738.000	\$738.000	\$738.000
Otras reservas	\$266.931	\$308.641	\$308.641	\$308.641	\$308.641	\$308.641	\$308.641	\$308.641	\$308.641
Ganancias acumuladas	\$459.466	\$870.307	\$1.158.330	\$1.487.448	\$1.805.602	\$2.143.268	\$2.495.216	\$2.861.340	\$3.242.211
<b>Patrimonio total</b>	<b>\$1.464.397</b>	<b>\$1.916.948</b>	<b>\$2.204.971</b>	<b>\$2.534.089</b>	<b>\$2.852.243</b>	<b>\$3.189.909</b>	<b>\$3.541.857</b>	<b>\$3.907.981</b>	<b>\$4.288.852</b>
<b>Total de patrimonio y pasivos</b>	<b>\$3.483.025</b>	<b>\$4.313.841</b>	<b>\$4.381.019</b>	<b>\$4.743.271</b>	<b>\$4.815.916</b>	<b>\$5.280.886</b>	<b>\$5.663.733</b>	<b>\$6.144.657</b>	<b>\$6.585.270</b>

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

Anexo 7. Estado de resultados de Surticaldas

<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Ingresos de actividades ordinarias	\$11.603.00	\$12.314.74	\$12.747.01	\$13.273.74	\$13.616.92	\$14.242.56	\$14.844.98	\$15.442.92	\$16.064.95
	3	6	5	2	9	7	4	6	1
		\$10.465.93	\$10.827.31	\$11.269.40	\$11.560.77	\$12.091.93	\$12.603.39	\$13.111.04	\$13.639.14
Costo de ventas	\$9.849.192	0	4	7	2	9	2	4	3
<b>Ganancia bruta</b>	<b>\$1.753.811</b>	<b>\$1.848.816</b>	<b>\$1.919.700</b>	<b>\$2.004.335</b>	<b>\$2.056.156</b>	<b>\$2.150.628</b>	<b>\$2.241.593</b>	<b>\$2.331.882</b>	<b>\$2.425.808</b>
Otros ingresos	\$90.004	\$869.221	\$499.683	\$464.581	\$408.508	\$427.277	\$445.350	\$463.288	\$481.949
Gastos de ventas	\$678.241	\$1.243.212	\$1.007.014	\$929.162	\$953.185	\$996.980	\$1.039.149	\$1.081.005	\$1.124.547
Gastos de administración	\$544.825	\$575.320	\$586.363	\$597.318	\$612.762	\$640.916	\$668.024	\$694.932	\$722.923
Otros gastos	\$11.043	\$14.160	\$14.022	\$14.601	\$14.979	\$15.667	\$16.329	\$16.987	\$17.671
Otras ganancias (pérdidas)	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
<b>Ganancia (pérdida) por actividades de operación</b>	<b>\$609.706</b>	<b>\$885.345</b>	<b>\$811.985</b>	<b>\$927.835</b>	<b>\$883.739</b>	<b>\$924.343</b>	<b>\$963.440</b>	<b>\$1.002.246</b>	<b>\$1.042.615</b>
Ingresos financieros	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Costos financieros	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0

<b>Ganancia (pérdida) antes</b>									
<b>de impuestos</b>	<b>\$609.706</b>	<b>\$885.345</b>	<b>\$811.985</b>	<b>\$927.835</b>	<b>\$883.739</b>	<b>\$924.343</b>	<b>\$963.440</b>	<b>\$1.002.246</b>	<b>\$1.042.615</b>
Ingreso (gasto) por									
impuestos	\$192.611	\$247.826	\$267.955	\$306.185	\$282.796	\$286.546	\$298.666	\$310.696	\$323.211
<b>Ganancia (pérdida)</b>	<b>\$417.095</b>	<b>\$637.519</b>	<b>\$544.030</b>	<b>\$621.649</b>	<b>\$600.942</b>	<b>\$637.796</b>	<b>\$664.773</b>	<b>\$691.550</b>	<b>\$719.405</b>

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

Anexo 8. Análisis horizontal del estado de resultados de Surticaldas

<b>Análisis Horizontal del estado de resultados</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Crecimiento nominal de ventas	20,18%	6,13%	3,51%	4,13%	2,59%	4,59%	4,23%	4,03%	4,03%
Crecimiento real de ventas	13,64%	1,96%	0,32%	0,32%	0,96%	0,96%	0,90%	0,90%	0,90%
Inflación	5,75%	4,09%	3,18%	3,80%	1,61%	3,60%	3,30%	3,10%	3,10%

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

Anexo 9. Análisis vertical del estado de resultados de Surticaldas

<b>Análisis vertical del estado de resultados</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Costo de las mercaderías vendidas	84,88%	84,99%	84,94%	84,90%	84,90%	84,90%	84,90%	84,90%	84,90%
Otros ingresos	0,78%	7,06%	3,92%	3,50%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Gastos de venta	5,85%	10,10%	7,90%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
Gastos de administración	4,70%	4,67%	4,60%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
Otros gastos	0,10%	0,11%	0,11%	0,11%	0,11%	0,11%	0,11%	0,11%	0,11%
Ingresos financieros	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%
Costos financieros	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,58%	0,58%	0,58%	0,58%	0,58%
Depreciaciones y amortizaciones	44,14%	36,13%	40,14%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%
Impuesto	31,59%	27,99%	27,00%	26,00%	26,00%	26,00%	26,00%	26,00%	26,00%
Porcentaje de reparto de dividendos	23,98%	47,06%	47,06%	47,06%	47,06%	47,06%	47,06%	47,06%	47,06%

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

Anexo 10. Análisis del estado de situación financiera de Surticaldas

<b>Análisis del estado de situación financiera</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Número de días de cartera	42	47	55	57	62	67	72	75	79
Número de días de inventarios	43	65	75	75	80	90	90	95	95
Número de días de proveedores	70	70	70	70	60	60	60	60	60
Compras	9.457.721	11.168.437	11.191.103	11.361.510	11.782.040	12.545.864	12.731.255	13.420.055	13.778.504
Activos por impuestos corrientes	0,08%	0,00%	0,08%	0,08%	0,08%	0,08%	0,08%	0,08%	0,08%
Otros activos no financieros corrientes	0,02%	0,03%	0,04%	0,05%	0,06%	0,07%	0,08%	0,09%	0,10%
Activos fijos netos	0,49%	0,67%	0,87%	1,07%	1,27%	1,47%	1,67%	1,87%	2,07%
Impuestos por pagar de corto plazo	24,96%	16,22%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

Para la empresa distribuidora Servientas se presentan los siguientes anexos: 11. Estado de situación financiera, 12. Estado de resultados, 13. Análisis horizontal del estado de resultados, 14. Análisis vertical del estado de resultados, 15. Análisis del estado de situación financiera.

#### Anexo 11. Estado de situación financiera de Servientas

<b>ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>Activos corrientes</b>									
Efectivo y equivalentes al efectivo	\$255.696	\$82.792	-\$2.254.545	-\$2.314.875	-\$2.493.064	-\$2.701.363	-\$2.714.593	-\$2.841.437	-\$2.962.819
Cuentas comerciales por cobrar y otras									
cuentas por cobrar corrientes	\$1.523.743	\$1.603.338	\$1.906.520	\$2.268.915	\$2.618.524	\$2.921.423	\$2.918.116	\$3.035.654	\$3.157.927
Inventarios corrientes	\$2.029.801	\$3.035.304	\$2.931.466	\$2.855.657	\$2.828.472	\$2.852.769	\$2.863.306	\$2.864.074	\$2.860.258
Activos por impuestos corrientes	\$433.772	\$734.341	\$588.297	\$612.607	\$628.445	\$657.320	\$685.122	\$712.718	\$741.426
Otros activos no financieros corrientes	\$2.144	\$6.371	\$3.921	\$4.084	\$4.189	\$4.382	\$4.567	\$4.751	\$4.942
<b>Total de activos corrientes</b>	<b>\$4.245.156</b>	<b>\$5.462.146</b>	<b>\$3.175.661</b>	<b>\$3.426.388</b>	<b>\$3.586.567</b>	<b>\$3.734.531</b>	<b>\$3.756.519</b>	<b>\$3.775.761</b>	<b>\$3.801.736</b>
<b>Activos corrientes totales</b>									
<b>\$4.245.156</b>	<b>\$5.462.146</b>	<b>\$3.175.661</b>	<b>\$3.426.388</b>	<b>\$3.586.567</b>	<b>\$3.734.531</b>	<b>\$3.756.519</b>	<b>\$3.775.761</b>	<b>\$3.801.736</b>	
<b>Activos no corrientes</b>									
Propiedades, planta y equipo	\$153.377	\$128.277	\$139.230	\$144.983	\$148.732	\$155.565	\$162.145	\$168.676	\$175.470
Propiedades de inversión en valor razonable									
con cambios en resultados	\$76.353	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Activos intangibles distintos de la plusvalía	\$0	\$2	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Activos por impuestos diferidos	\$35.742	\$50.686	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0

Otros activos financieros no corrientes	\$0	\$353.807	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
<b>Total de activos no corrientes</b>	<b>\$265.472</b>	<b>\$532.772</b>	<b>\$139.230</b>	<b>\$144.984</b>	<b>\$148.732</b>	<b>\$155.566</b>	<b>\$162.146</b>	<b>\$168.677</b>	<b>\$175.471</b>
<b>Total de activos</b>	<b>\$4.510.628</b>	<b>\$5.994.918</b>	<b>\$3.314.891</b>	<b>\$3.571.372</b>	<b>\$3.735.300</b>	<b>\$3.890.096</b>	<b>\$3.918.664</b>	<b>\$3.944.438</b>	<b>\$3.977.207</b>
<b>Patrimonio y pasivos</b>									
<b>Pasivos corrientes</b>									
<b>Provisiones corrientes</b>									
Provisiones corrientes por beneficios a los									
empleados	\$94.554	\$111.422	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Otras provisiones corrientes	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
<b>Total provisiones corrientes</b>	<b>\$94.554</b>	<b>\$111.422</b>	<b>\$0</b>	<b>\$0</b>	<b>\$0</b>	<b>\$0</b>	<b>\$0</b>	<b>\$0</b>	<b>\$0</b>
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas									
por pagar	\$1.685.578	\$3.056.457	\$3.383.515	\$3.823.941	\$4.236.364	\$4.654.897	\$4.958.355	\$5.270.092	\$5.600.343
Pasivos por impuestos corrientes	\$194.180	\$79.112	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Préstamos corrientes	\$2.364.570	\$2.669.935	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Otros pasivos no financieros corrientes	\$4.542	\$36.251	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
<b>Total pasivos corrientes</b>	<b>\$4.343.424</b>	<b>\$5.953.177</b>	<b>\$3.383.515</b>	<b>\$3.823.941</b>	<b>\$4.236.364</b>	<b>\$4.654.897</b>	<b>\$4.958.355</b>	<b>\$5.270.092</b>	<b>\$5.600.343</b>
Pasivos incluidos en grupos de activos para su									
disposición clasificados como mantenidos									
para la venta	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
<b>Pasivos corrientes totales</b>	<b>\$4.343.424</b>	<b>\$5.953.177</b>	<b>\$3.383.515</b>	<b>\$3.823.941</b>	<b>\$4.236.364</b>	<b>\$4.654.897</b>	<b>\$4.958.355</b>	<b>\$5.270.092</b>	<b>\$5.600.343</b>
<b>Pasivos no corrientes</b>									
<b>Provisiones no corrientes</b>									

Pasivo por impuestos diferidos	\$0	\$0	\$0	0	0	0	0	0	0
<b>Total de pasivos no corrientes</b>	<b>\$0</b>	<b>\$0</b>	<b>\$0</b>	<b>\$0</b>	<b>\$0</b>	<b>\$0</b>	<b>\$0</b>	<b>\$0</b>	<b>\$0</b>
<b>Total de pasivos</b>	<b>\$4.343.424</b>	<b>\$5.953.177</b>	<b>\$3.383.515</b>	<b>\$3.823.941</b>	<b>\$4.236.364</b>	<b>\$4.654.897</b>	<b>\$4.958.355</b>	<b>\$5.270.092</b>	<b>\$5.600.343</b>
<b>Patrimonio</b>									
Capital emitido	\$809.000	\$809.000	\$809.000	\$809.000	\$809.000	\$809.000	\$809.000	\$809.000	\$809.000
Otras reservas	\$147.326	\$147.326	\$147.326	\$147.326	\$147.326	\$147.326	\$147.326	\$147.326	\$147.326
Ganancias acumuladas	-\$789.122	-\$914.585	-\$1.024.950	-\$1.208.894	-\$1.457.391	-\$1.721.126	-\$1.996.017	-\$2.281.980	-\$2.579.462
<b>Patrimonio total</b>	<b>\$167.204</b>	<b>\$41.741</b>	<b>-\$68.624</b>	<b>-\$252.568</b>	<b>-\$501.065</b>	<b>-\$764.800</b>	<b>-\$1.039.691</b>	<b>-\$1.325.654</b>	<b>-\$1.623.136</b>
<b>Total de patrimonio y pasivos</b>	<b>\$4.510.628</b>	<b>\$5.994.918</b>	<b>\$3.314.891</b>	<b>\$3.571.372</b>	<b>\$3.735.300</b>	<b>\$3.890.096</b>	<b>\$3.918.664</b>	<b>\$3.944.438</b>	<b>\$3.977.207</b>

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

## Anexo 12. Estado de resultados de Serviventas

<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Ingresos de actividades									
ordinarias	\$20.388.588	\$18.944.923	\$19.609.923	\$20.420.236	\$20.948.192	\$21.910.670	\$22.837.425	\$23.757.294	\$24.714.214
Costo de ventas	\$17.695.982	\$16.444.188	\$17.021.413	\$17.724.765	\$18.183.031	\$19.018.461	\$19.822.885	\$20.621.331	\$21.451.938
<b>Ganancia bruta</b>	<b>\$2.692.606</b>	<b>\$2.500.735</b>	<b>\$2.588.510</b>	<b>\$2.695.471</b>	<b>\$2.765.161</b>	<b>\$2.892.208</b>	<b>\$3.014.540</b>	<b>\$3.135.963</b>	<b>\$3.262.276</b>
Otros ingresos	\$265.837	\$739.674	\$686.347	\$612.607	\$544.653	\$569.677	\$593.773	\$617.690	\$642.570
Gastos de ventas	\$2.537.338	\$2.431.388	\$2.478.694	\$2.581.118	\$2.647.852	\$2.769.509	\$2.886.651	\$3.002.922	\$3.123.877
Gastos de administración	\$733.211	\$662.733	\$696.152	\$725.832	\$744.598	\$778.809	\$811.750	\$844.446	\$878.460
Otros gastos	\$6.647	\$11.153	\$9.805	\$10.210	\$10.474	\$10.955	\$11.419	\$11.879	\$12.357
Otras ganancias (pérdidas)	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
<b>Ganancia (pérdida) por actividades de operación</b>	<b>-\$318.753</b>	<b>\$135.135</b>	<b>\$90.206</b>	<b>-\$9.081</b>	<b>-\$93.109</b>	<b>-\$97.387</b>	<b>-\$101.506</b>	<b>-\$105.595</b>	<b>-\$109.848</b>
Ingresos financieros	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Costos financieros	\$260.566	\$254.534	\$254.929	\$265.463	\$272.327	\$284.839	\$296.887	\$308.845	\$321.285
<b>Ganancia (pérdida) antes de impuestos</b>	<b>-\$579.319</b>	<b>-\$119.399</b>	<b>-\$164.723</b>	<b>-\$274.544</b>	<b>-\$365.435</b>	<b>-\$382.226</b>	<b>-\$398.393</b>	<b>-\$414.439</b>	<b>-\$431.133</b>
Ingreso (gasto) por impuestos	-\$1.296	\$6.064	-\$54.359	-\$90.600	-\$116.939	-\$118.490	-\$123.502	-\$128.476	-\$133.651
<b>Ganancia (pérdida)</b>	<b>-\$578.023</b>	<b>-\$125.463</b>	<b>-\$110.365</b>	<b>-\$183.945</b>	<b>-\$248.496</b>	<b>-\$263.736</b>	<b>-\$274.891</b>	<b>-\$285.963</b>	<b>-\$297.482</b>

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

Anexo 13. Análisis horizontal del estado de resultados de Serviventas

<b>Análisis horizontal del estado de resultados</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Crecimiento nominal de ventas	23,50%	-7,08%	3,51%	4,13%	2,59%	4,59%	4,23%	4,03%	4,03%
Crecimiento real	16,79%	-10,73%	0,32%	0,32%	0,96%	0,96%	0,90%	0,90%	0,90%
Inflación	5,75%	4,09%	3,18%	3,80%	1,61%	3,60%	3,30%	3,10%	3,10%

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

Anexo 14. Análisis vertical del estado de resultados de Serviventas

<b>Análisis vertical del estado de resultados</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Costo de las mercaderías vendidas	86,79%	86,80%	86,80%	86,80%	86,80%	86,80%	86,80%	86,80%	86,80%
Otros ingresos	1,30%	3,90%	3,50%	3,00%	2,60%	2,60%	2,60%	2,60%	2,60%
Gastos de venta	12,44%	12,83%	12,64%	12,64%	12,64%	12,64%	12,64%	12,64%	12,64%
Gastos de administración	3,60%	3,50%	3,55%	3,55%	3,55%	3,55%	3,55%	3,55%	3,55%
Otros gastos	0,03%	0,06%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%
Ingresos financieros	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Costos financieros	1,28%	1,34%	1,30%	1,30%	1,30%	1,30%	1,30%	1,30%	1,30%
Depreciaciones y amortizaciones	38,63%	34,23%	36,43%	36,43%	36,43%	36,43%	36,43%	36,43%	36,43%
Impuesto	0,22%	-5,08%	33,00%	33,00%	32,00%	31,00%	31,00%	31,00%	31,00%

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

Anexo 15. Análisis del estado de situación financiera de Serviventas

<b>Análisis del balance</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Número de días de cartera	27	30	35	40	45	48	46	46	46
Número de días de inventarios	41	66	62	58	56	54	52	50	48
Número de días de proveedores	35	63	72	78	84	88	90	92	94
Compras	17.385.365	17.449.691	16.917.575	17.648.956	18.155.846	19.042.759	19.833.422	20.622.100	21.448.123
Activos por impuestos corrientes	2,13%	3,88%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Otros activos no financieros corrientes	0,01%	0,03%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%
Activos fijos netos	0,75%	0,68%	0,71%	0,71%	0,71%	0,71%	0,71%	0,71%	0,71%
Impuestos por pagar de corto plazo	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Remuneraciones y cargas sociales de corto plazo	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Otros pasivos de corto plazo	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

Para la empresa distribuidora Serviexpress se presentan los siguientes anexos: 16. Estado de situación financiera de Serviexpress, 17. Estado de resultados de Serviexpress, 18. Análisis horizontal del estado de resultados de Serviexpress, 19. Análisis vertical del estado de resultados de Serviexpress y 20. Análisis del estado de situación financiera Serviexpress.

#### Anexo 16. Estado de situación financiera de Serviexpress

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Activos corrientes									
Efectivo y equivalentes al efectivo	\$244.893	\$88.626	\$15.159	\$98.729	\$141.360	\$169.229	\$205.239	\$279.570	\$298.145
Cuentas comerciales por cobrar y otras									
cuentas por cobrar corrientes	\$1.142.044	\$1.194.314	\$993.737	\$1.064.365	\$1.000.894	\$1.110.328	\$1.190.357	\$1.238.303	\$1.288.181
Inventarios corrientes	\$1.152.299	\$1.397.001	\$1.293.828	\$1.347.292	\$1.303.892	\$1.363.800	\$1.421.484	\$1.478.740	\$1.538.303
Activos por impuestos corrientes	\$124.553	\$245.698	\$255.532	\$271.413	\$278.430	\$291.223	\$303.540	\$315.767	\$328.486
Otros activos no financieros corrientes	\$2.078	\$2.078	\$2.044	\$2.128	\$2.183	\$2.284	\$2.380	\$2.476	\$2.576
Total de activos corrientes	\$2.665.867	\$2.927.717	\$2.560.301	\$2.783.928	\$2.726.760	\$2.936.864	\$3.123.002	\$3.314.857	\$3.455.691
Activos corrientes totales	\$2.665.867	\$2.927.717	\$2.560.301	\$2.783.928	\$2.726.760	\$2.936.864	\$3.123.002	\$3.314.857	\$3.455.691
Activos no corrientes									
Propiedades, planta y equipo	\$219.290	\$235.204	\$0	\$0	\$251.133	\$262.671	\$273.782	\$284.809	\$296.281
Propiedades de inversión a valor razonable									
con cambios en resultados	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Activos intangibles distintos de la plusvalía	\$13.754	\$11.795	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Activos por impuestos diferidos	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0

Otros activos financieros no corrientes	\$25.444	\$117.929	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Total de activos no corrientes	\$258.488	\$364.928	\$0	\$0	\$251.133	\$262.672	\$273.782	\$284.810	\$296.282
Total de activos	\$2.924.355	\$3.292.645	\$2.560.301	\$2.783.928	\$2.977.893	\$3.199.536	\$3.396.784	\$3.599.667	\$3.751.973
Patrimonio y pasivos									
Pasivos corrientes									
Provisiones corrientes									
Provisiones corrientes por beneficios a los									
empleados	\$39.603	\$51.560	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Otras provisiones corrientes	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Total de provisiones corrientes	\$39.603	\$51.560	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas									
por pagar	\$1.482.439	\$1.867.843	\$1.978.272	\$2.173.374	\$2.336.155	\$2.524.701	\$2.687.453	\$2.854.450	\$2.969.424
Pasivos por impuestos corrientes	\$42.437	\$41.131	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Préstamos corrientes	\$570.000	\$726.216	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Otros pasivos no financieros corrientes	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Total de pasivos corrientes	\$2.134.479	\$2.686.750	\$1.978.272	\$2.173.374	\$2.336.155	\$2.524.701	\$2.687.453	\$2.854.450	\$2.969.424
Pasivos incluidos en grupos de activos para su									
disposición clasificados como mantenidos									
para la venta	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Pasivos corrientes totales	\$2.134.479	\$2.686.750	\$1.978.272	\$2.173.374	\$2.336.155	\$2.524.701	\$2.687.453	\$2.854.450	\$2.969.424
Pasivos no corrientes									
Provisiones no corrientes									

Pasivo por impuestos diferidos	\$43.194	\$1.267	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Total de pasivos no corrientes	\$43.194	\$1.267	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Total de pasivos	\$2.177.673	\$2.688.017	\$1.978.272	\$2.173.374	\$2.336.155	\$2.524.701	\$2.687.453	\$2.854.450	\$2.969.424
<b>Patrimonio</b>									
Capital emitido	\$270.000	\$270.000	\$270.000	\$270.000	\$270.000	\$270.000	\$270.000	\$270.000	\$270.000
Otras reservas	\$114.601	\$114.601	\$114.601	\$114.601	\$114.601	\$114.601	\$114.601	\$114.601	\$114.601
Ganancias acumuladas	\$362.081	\$220.027	\$197.428	\$225.953	\$257.137	\$290.234	\$324.730	\$360.616	\$397.948
Patrimonio total	\$746.682	\$604.628	\$582.029	\$610.554	\$641.738	\$674.835	\$709.331	\$745.217	\$782.549
Total de patrimonio y pasivos	\$2.924.355	\$3.292.645	\$2.560.301	\$2.783.928	\$2.977.893	\$3.199.536	\$3.396.784	\$3.599.667	\$3.751.973

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

## Anexo 17. Estado de resultados de Serviexpress

<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Ingresos de actividades ordinarias	\$9.904.887	\$9.874.676	\$10.221.295	\$10.643.655	\$10.918.842	\$11.420.514	\$11.903.568	\$12.383.032	\$12.881.808
Costo de ventas	\$8.543.164	\$8.463.112	\$8.788.269	\$9.151.414	\$9.388.020	\$9.819.358	\$10.234.688	\$10.646.931	\$11.075.778
<b>Ganancia bruta</b>	<b>\$1.361.723</b>	<b>\$1.411.564</b>	<b>\$1.433.025</b>	<b>\$1.492.240</b>	<b>\$1.530.822</b>	<b>\$1.601.156</b>	<b>\$1.668.880</b>	<b>\$1.736.101</b>	<b>\$1.806.029</b>
Otros ingresos	\$70.502	\$242.589	\$235.090	\$250.126	\$256.593	\$268.382	\$279.734	\$291.001	\$302.722
Gastos de ventas	\$982.109	\$1.182.944	\$1.177.493	\$1.170.802	\$1.201.073	\$1.256.257	\$1.309.392	\$1.362.133	\$1.416.999
Gastos de administración	\$419.326	\$438.151	\$443.604	\$447.033	\$458.591	\$479.662	\$499.950	\$520.087	\$541.036
Otros gastos	\$8.769	\$4.654	\$7.155	\$6.386	\$5.459	\$5.710	\$5.952	\$6.192	\$6.441
Otras ganancias (pérdidas)	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
<b>Ganancia (pérdida) por actividades de operación</b>	<b>\$22.021</b>	<b>\$28.404</b>	<b>\$39.863</b>	<b>\$118.145</b>	<b>\$122.291</b>	<b>\$127.910</b>	<b>\$133.320</b>	<b>\$138.690</b>	<b>\$144.276</b>
Ingresos financieros	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Costos financieros	\$71.936	\$70.284	\$73.593	\$75.570	\$76.432	\$79.944	\$83.325	\$86.681	\$90.173
<b>Ganancia (pérdida) antes de impuestos</b>	<b>-\$49.915</b>	<b>-\$41.880</b>	<b>-\$33.730</b>	<b>\$42.575</b>	<b>\$45.859</b>	<b>\$47.966</b>	<b>\$49.995</b>	<b>\$52.009</b>	<b>\$54.104</b>
Ingreso (gasto) por impuestos	-\$6.225	\$7.690	-\$11.131	\$14.050	\$14.675	\$14.870	\$15.498	\$16.123	\$16.772
<b>Ganancia (pérdida)</b>	<b>-\$43.690</b>	<b>-\$49.570</b>	<b>-\$22.599</b>	<b>\$28.525</b>	<b>\$31.184</b>	<b>\$33.097</b>	<b>\$34.497</b>	<b>\$35.886</b>	<b>\$37.331</b>

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

Anexo 18. Análisis horizontal del estado de resultados de Serviexpress

<b>Análisis horizontal del estado de resultados</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Crecimiento nominal de ventas	-3,90%	-0,31%	3,51%	4,13%	2,59%	4,59%	4,23%	4,03%	4,03%
Crecimiento real de ventas	-9,13%	-4,22%	0,32%	0,32%	0,96%	0,96%	0,90%	0,90%	0,90%
Inflación	5,75%	4,09%	3,18%	3,80%	1,61%	3,60%	3,30%	3,10%	3,10%

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

Anexo 19. Análisis vertical del estado de resultados de Serviexpress

<b>Análisis vertical del estado de resultados</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Costo de las mercaderías vendidas	86,25%	85,71%	85,98%	85,98%	85,98%	85,98%	85,98%	85,98%	85,98%
Otros ingresos	0,71%	2,46%	2,30%	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%
Gastos de venta	9,92%	11,98%	11,52%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%
Gastos de administración	4,23%	4,44%	4,34%	4,20%	4,20%	4,20%	4,20%	4,20%	4,20%
Otros gastos	0,09%	0,05%	0,07%	0,06%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%
Ingresos financieros	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Costos financieros	0,73%	0,71%	0,72%	0,71%	0,70%	0,70%	0,70%	0,70%	0,70%
Depreciaciones y amortizaciones	0,00%	59,40%	59,40%	59,40%	59,40%	59,40%	59,40%	59,40%	59,40%
Impuesto	12,47%	-18,36%	12,00%	13,80%	13,80%	13,80%	13,80%	13,80%	13,80%
Porcentaje de reparto de dividendos	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

## Anexo 20. Análisis del estado de situación financiera de Serviexpress

<b>Análisis del balance</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Número de días de cartera	42	44	35	36	33	35	36	36	36
Número de días de inventarios	49	59	53	53	50	50	50	50	50
Número de días de Proveedores	64	77	82	85	90	92	94	96	96
Compras	\$ 8.339.534	\$ 8.707.814	\$ 8.685.097	\$ 9.204.877	\$ 9.344.620	\$ 9.879.266	\$ 10.292.372	\$ 10.704.187	\$ 11.135.341
Activos por impuestos corrientes	1,26%	2,49%	2,50%	2,55%	2,55%	2,55%	2,55%	2,55%	2,55%
Otros activos no financieros corrientes	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%
Activos fijos netos	2,21%	2,38%	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%
Impuestos por pagar de corto plazo	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Remuneraciones y cargas sociales de corto plazo	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Otros pasivos de corto plazo	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

