

Valoración de Enciso Ltda. por Flujo de Caja Descontado

David Felipe Hernández Giraldo

dherna24@eafit.edu.co

Leonardo Enciso Montes

lenciso1@eafit.edu.co

Asesor:

MSc Jorge Alberto Calle D'Alleman

Universidad EAFIT

Escuela de Administración

Maestría en Administración Financiera

Pereira, 2018

Contenido

	Pág.
Resumen.....	6
Introducción	8
1 Situación en estudio - problema	10
2 Objetivos	11
2.1 Objetivo general	11
2.2 Objetivos específicos.....	11
3 Método de solución	12
4 Justificación en términos de la MAF	12
5 Productos esperados del trabajo de grado	12
6 Identificación de recursos.....	12
7 Marco de referencia conceptual	13
7.1 Marco conceptual	13
7.1.1 Valoración de empresas	13
7.1.2 Sistemas de información financiera	14
7.2 Gerencia de valor	16
7.3 Factores macroeconómicos	18
7.3.1 Tasa de cambio.....	18
7.3.2 Inflación	18
7.3.3 Tasa de desempleo	19
7.3.4 DTF.....	19
7.4 Conceptos financieros	19
8 Metodología	24
8.1 Costo de capital	24
8.2 Método de valoración FCL	25
8.3 Método de valoración por EVA.....	25
9 Descripción de la compañía	26
9.1 Qué servicios presta o vende.....	27
9.2 Ventajas competitivas.	28

9.3	Misión.....	29
9.4	Visión	29
9.5	Políticas de la empresa	29
9.6	Principios corporativos.....	30
9.7	Valores corporativos	30
9.8	Índices macroeconómicos	31
9.8.1	Tasa de cambio.....	31
9.8.2	Inflación	32
9.8.3	Tasa de desempleo	33
9.8.4	DTF.....	34
10	Diagnóstico financiero	34
10.1	Análisis horizontal balance general.....	36
10.2	Análisis horizontal estado de resultados	40
10.3	Análisis vertical balance general.....	46
10.4	Análisis vertical estado de resultados.....	48
10.5	Análisis de rentabilidad.....	49
10.6	Liquidez.....	50
10.7	Estructura financiera	54
10.8	EBITDA y margen EBITDA.....	54
10.9	Productividad del capital de trabajo	56
10.10	Valor económico agregado EVA	57
10.11	Análisis financiero del sector y principales competidores.....	58
11	Presentación y análisis de los resultados.....	60
12	Proyección.....	61
12.1	Costo de capital	62
12.2	Valoraciones.....	63
12.2.1	Valoración FCL	63
12.2.2	Valoración por EVA	65
13	Conclusiones	67
14	Recomendaciones.....	67
	Referencias.....	69

Lista de tablas

	Pág.
Tabla 1. Valor de la empresa.....	23
Tabla 2. Análisis horizontal balance general	36
Tabla 3. Análisis horizontal estado de resultados	40
Tabla 4. Parámetro de crecimiento: nuevos mercados/ mismos productos	42
Tabla 5. Análisis vertical balance general.....	46
Tabla 6. Análisis vertical estado de resultados	48
Tabla 7. Margen EBITDA.....	55
Tabla 8. Productividad del capital de trabajo.....	56
Tabla 9. EVA 2011 - 2016	57
Tabla 10. Competidores, márgenes de eficiencia.....	58
Tabla 11. Competidores, crecimiento de las ventas de 2011-2015.....	59
Tabla 12. Total activo vs ingresos de los competidores.....	60
Tabla 13. Variables macroeconómicas	61
Tabla 14. Costo de capital (WACC).....	62
Tabla 15. Valoración FCL	65
Tabla 16. Valoración EVA	66

Lista de gráficos

	Pág.
Gráfico 1. Ingresos de 2011-2016.....	35
Gráfico 2. Comportamiento del activo.....	37
Gráfico 3. Comportamiento del pasivo.....	38
Gráfico 4. Comportamiento del patrimonio.....	39
Gráfico 5. Comportamiento del total de ingresos.....	41
Gráfico 6. Comportamiento del total de gastos.....	42
Gráfico 7. Correlación ingresos - gastos.....	43
Gráfico 8. Comportamiento costo de venta.....	44
Gráfico 9. Comportamiento utilidad neta.....	45
Gráfico 10. Márgenes de eficiencia.....	49
Gráfico 11. Crecimiento de las ventas vs inflación.....	50
Gráfico 12. Indicadores de liquidez.....	51
Gráfico 13. Rotaciones.....	52
Gráfico 14. Ciclo de efectivo.....	53
Gráfico 15. Estructura financiera de Enciso.....	54
Gráfico 16. EBITDA.....	55

Resumen

Las empresas familiares en Colombia, en un alto porcentaje, han sido gestadas por empresarios emprendedores, generalmente empíricos, para quienes el indicador más importante está marcado por los ingresos que ellas generan, de tal manera que cualquier implementación de herramientas o análisis financieros, no se encuentran dentro de los principales objetivos corporativos.

“El valor de un bien viene dado por el grado de utilidad que proporciona, en función del cual estamos dispuestos a entregar cierta cantidad de dinero u otro bien equivalente” (Valls Martínez, 2001, p. 1).

El objetivo de este trabajo es estimar un valor justo para la empresa Enciso Ltda.; teniendo en cuenta lo anterior, se iniciará con el análisis de la información contable y financiera, se plantearán y desarrollarán los cálculos para hallar el WACC y la proyección de flujos de caja, concluyendo con la estimación del valor de la empresa, con el propósito de entregarle a los propietarios una herramienta que les permita tomar decisiones, basados en los resultados anteriores y sus proyecciones.

Desde el punto de vista económico, la decisión de comprar o vender una empresa genera incertidumbre sobre su futuro, el uso del método de Flujo de Caja Descontado atribuye criterios para satisfacer la necesidad que tienen compradores y vendedores de conocer el valor por el cual la empresa podría ser adquirida o vendida y los beneficios que ésta pueda llegar a generar, como lo indica Fernández (2008).

Palabras clave: Valoración de empresas, WACC, Flujo de Caja Descontado, Estimación del valor, Empresa Enciso Ltda.

Abstract

Family businesses in Colombia, on a high percentage, have been gestated by entrepreneuring businessmen, generally empirical, for whom the most important indicator is marked by the income they generate, therefore, any implementation of tools or financial analysis, are not found between the main corporate objectives.

“The value of a good is given by the degree of utility it provides, based on which we are willing to deliver a certain quantity of money or any equivalent good” (Valls Martínez, 2001, p. 1).

The objective of this work is to estimate a fair value for the business Enciso Ltda, taking into account the above, it will start with the analysis of the accounting and financial information, it will pose and develop the calculations to find the WACC and the projection of the cash flows, concluding with the estimate value of the business with the purpose of giving the owners a tool that allows them to make decisions based on the previous results and their projections.

From the economic point of view, the decision to buy or sell a company generates uncertainty about its future, the use of the method of disconnected cash flow attributes criteria to satisfy the needs of the buyers and sellers to know the value by which the company could be acquired or sold and the benefits that it can generate, as indicated by Fernández (2008).

Key words: Business valuation, WACC, Disconnected cash flow, Value estimation, Company Enciso Ltda.

Introducción

En la actualidad, los propietarios, inversionistas, compradores y vendedores, debido al riesgo que asumen al momento de invertir o proveer dinero a una empresa, requieren que se les garantice una adecuada retribución, pero esta retribución puede cambiar de manera considerable con relación a una serie de factores que influyen en que ese riesgo pueda variar. De esta manera, el dinero empleado en la gestión se convierte en el costo de capital de la empresa, del cual se espera a través del costo de oportunidad, genere el mejor retorno, siendo este el principal medidor que permita establecer qué inversiones futuras pueden generar o no valor empresarial.

En el mundo empresarial, el valor de una compañía tiene diferentes significados según las razones que despierte en quienes se interesen en ella. Cuando se inicia una compañía, la idea es mantenerse en el mercado y tener la capacidad de generar un beneficio económico para sus propietarios o accionistas.

Uno de los mayores interrogantes de propietarios, socios o accionistas, es ¿cuánto vale la empresa?, el valor de una empresa se deriva de la habilidad de esta para generar flujo de caja, esta se basa en buscar el retorno sobre una inversión.

Cada día se encuentra información que habla de crisis, recesión, desaceleración, brindando así aspectos importantes que hacen necesario valorar la empresa y determinar cuál ha sido la rentabilidad de las inversiones que se han realizado en ella, y así tener la capacidad de tomar decisiones en las situaciones que se requiera, en temas como oportunidades de mercado, conflictos legales o cambios estructurales internos; la valoración de una empresa se puede realizar con diferentes métodos, que buscan hallar un punto de referencia que les permita, tanto al comprador como al vendedor, tener un valor estimado para la negociación.

De esta manera, el propósito de este trabajo es valorar la empresa Enciso Ltda y presentarle a los propietarios la información suficiente, para determinar si la compañía genera o no, los beneficios esperados a través de uno de los métodos de valoración más conocidos, como es el Flujo de Caja Descontado.

Todos los métodos basados en el descuento de flujos de caja consideran a la empresa como un ente generador de flujos de fondos presentes y futuros, los cuales son descontados a valor presente, utilizando una tasa apropiada al método y, obteniendo finalmente, el valor de una empresa (Contreras, 2014, p. 10).

1. Situación en estudio – problema

La estimación del valor para la empresa Enciso Ltda nace de la reflexión de que, al ser una empresa familiar, muchas veces su propósito no va más allá de lograr rentabilidad a corto plazo, y debido a esto es poca la preocupación de conocer su valor actual o la maximización que podría tener a futuro. El objetivo es que los dueños tengan una mayor comprensión sobre la importancia que tiene el valor de una organización, desde métodos reconocidos e implementados en otros negocios, y no solo conformarse con la habitual información de los estados financieros. “Los números que encontramos en los estados financieros, representan los acontecimientos pasados, pero los inversionistas necesitan una información que les permita tomar decisiones acertadas para saber qué camino seguir” (Eccles, citado en Adam Siade, 2005, p. 2). “Es decir, los estados financieros deben complementarse con otros reportes, para reflejar la información que brinde más y mejores elementos que los contenidos en la información tradicional, para orientar adecuadamente la toma de decisiones” (Adam Siade, 2005, p. 2).

El trabajo tiene como propósito la valoración y estimación, a través del método de Flujo de Caja Descontado de Enciso Ltda.

Con 18 años de trayectoria en el mercado, Enciso Ltda es una empresa líder y especialista en la comercialización de elementos de protección para trabajo seguro en alturas, seguridad industrial, hospitalaria y señalización vial. Desde Pereira, Cali, Manizales y Bucaramanga atiende a más de 5 mil clientes, que buscan productos con calidad y respaldo para disminuir el índice de riesgos laborales entre los colaboradores y operarios, además de dar cumplimiento a las normas y requerimientos del Sistema de gestión de Seguridad y Salud en el trabajo.

El método de Flujo de Caja Descontado, considerado como uno de los métodos más técnicos para la valoración de empresas, establecerá valores razonables para Enciso Ltda, con el propósito de evidenciar si la empresa genera o no valor para los dueños (García Jiménez, 2013, p. 18).

Les permitirá identificar factores de riesgo que impactan frente a la realidad económica y, de esta manera, se presenta como una vía para orientar a los dueños hacia la maximización del valor de la organización y determinar qué tasa deben utilizar para descontar los flujos de caja esperado y así establecer cuál es el costo económico de su capital y definir si está generando o destruyendo valor (Vidarte, 2009).

Diagnosticar en el desarrollo del proceso el costo financiero implícito, permitirá que Enciso Ltda pueda generar mayores oportunidades de mercado, basada en el método de Flujo de Caja Descontado. “Estos tipos de valoración tratan de obtener un valor de la empresa mediante la estimación de los flujos de dinero que se generarán en el futuro, los que serán posteriormente descontados a una tasa de descuento apropiada, según el riesgo de dichos flujos” (Contreras, 2014, p. 10). En el sector existen empresas que carecen de un proceso que les permita determinar cuál es el valor real de sus compañías, en comparación con otras; de esta manera, teniendo el control de esta información, la empresa puede generar métodos que impliquen cambios en la estructura, estrategia y funcionamiento de la misma.

2. Objetivos

2.1 Objetivo general

Aplicar la valoración bajo el método de Flujo de Caja Descontado y EVA a la empresa Enciso Ltda.

2.2 Objetivos específicos

- Análisis de la situación financiera actual de la empresa Enciso Ltda.
- Análisis financiero de los principales competidores.
- Determinar el valor de la empresa Enciso Ltda., mediante el método de Flujo de Caja Descontado.

3. Método de solución

- Recopilar la información financiera histórica de la empresa (se tomarán los estados financieros para los periodos objeto de estudio, donde se refleje la información reportada de ejecución e inversión para la empresa Enciso Ltda).
- Elaborar los flujos de caja.
- Aplicar metodología para determinar el costo promedio ponderado (WACC) de la organización.
- Análisis de los resultados y determinación del valor de la compañía.

4. Justificación en términos de la MAF

Este trabajo se relaciona con temas de finanzas corporativas y valoración de empresas, para lo cual se utilizan herramientas como: diagnóstico financiero, indicadores financieros e inductores de valor.

5. Productos esperados del trabajo de grado

Documento escrito que sustente los criterios en el proceso de valoración de Enciso Ltda y, así mismo, el análisis argumentado de que la empresa puede generar valor a los propietarios en el presente y en el futuro, en el entorno y sector al que pertenece.

6. Identificación de recursos

Para el desarrollo del trabajo de grado se requieren los siguientes recursos:

- Fuentes de información bibliográfica (libros, artículos, revistas, consultas web, trabajos de grado similares).
- Información de la empresa (estados financieros, información detallada solicitada).
- Entrevistas (las necesarias con personal clave de la empresa).

- Sesiones con el asesor técnico.
- Herramientas tecnológicas (equipo de cómputo, llamadas, correos electrónicos).
- Recursos financieros (los necesarios para la realización del trabajo, papelería, viáticos).

7. Marco de referencia conceptual

7.1 Marco conceptual

7.1.1 Valoración de empresas

La valoración de empresas es un instrumento que se utiliza para determinar el valor de una compañía, con la ayuda de supuestos que pueden afectar esta interna o externamente, por esta razón deben ser planteados de acuerdo a los cambios económicos que están establecidos o proyectados por entidades expertas en el manejo de estas variables.

En la actualidad se han diseñado o creado nuevos métodos para valorar una empresa, pero el que ha tenido mejor efectividad es el Flujo de Caja Descontado, porque maneja diferentes variables de medición cuantitativa (estados financieros, variables macroeconómicas, costo de patrimonio, costo de la deuda, inductores de valor, entre otros) y cualitativa (como los nichos de mercado, las expectativas de los clientes, *know how*, secretos de fabricación, nombre de producto, entre otros) que hacen diferencias y evalúan mejor la creación de valor organizacional.

Ahora se pueden ver diferentes definiciones y expectativas sobre valoración de empresa:

La valoración de empresas se ha convertido en los últimos años en una de las disciplinas del *management* y las finanzas que más interés ha suscitado y más evolución ha experimentado. Las novedades metodológicas y las consideraciones específicas de sus aplicaciones son motivo de numerosos artículos, trabajos, libros y discusiones entre los expertos. (Santandreu & Torres, 2012, p. 116)

“La valoración de empresas corresponde a un trabajo que requiere de conocimientos técnicos y la experiencia necesaria, para aproximar un rango de valores dentro del cual existe la mayor probabilidad de que se encuentre el valor de una empresa en marcha”. (Serrano, 2000, p. 52)

Utilizando el método de Flujo de Caja Descontado se valoriza la empresa proyectando los flujos futuros de la compañía, se estima el costo del financiamiento a través del modelo CAPM, determinando la tasa relevante (WACC) a la cual el inversionista debe descontar dichos flujos, permitiendo, después de realizar los ajustes necesarios, aproximar el valor económico de los activos con base a su capacidad generadora. (Contreras, 2014, p. 10)

“Métodos basados en el descuento de flujos de fondos (*cash flows*), tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero -*cash flows*- que generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa apropiada según el riesgo de dichos flujos” (Ortega, 2015, p. 15).

“Detalla que la metodología del FCD permite realizar análisis por escenarios, lo cual nos permite analizar el impacto en el valor de la empresa de factores específicos de la empresa” (Vidarte, 2009, p. 109).

De esta manera, al tomar como referencia los conceptos de estos autores, el propósito de este trabajo es elaborar una herramienta financiera, que permita valorar la empresa Enciso Ltda., partiendo desde el análisis de su información contable y financiera, y así poder construir los supuestos necesarios para la valoración, y ajustarlos a uno de los métodos más técnicos como el de Flujo de Caja Descontado, que permitirá estimar un valor razonable para la empresa y, a su vez, presentarle a los propietarios una herramienta de análisis para la gestión del valor.

7.1.2 Sistemas de información financiera

Los sistemas de información financiera son una herramienta necesaria para realizar la valoración de la empresa y los supuestos. Deben estar bien documentados con las notas para establecer parámetros de proyección y el manejo de los costos financieros (obligaciones financieras y patrimonio).

La información financiera es de gran importancia, porque a través de ella los usuarios pueden establecer sus conclusiones sobre el desempeño financiero de la entidad. Por medio de esta información y otros elementos de juicio, el usuario podrá evaluar el futuro de la empresa y tomar decisiones de carácter económico sobre la misma. (Córdoba, 2012, p. 35)

Los sistemas de información contable-financiera y contable-gerencial han evolucionado sustancialmente en los últimos años, mediante el concurso de los desarrollos de la tecnología informática y de los estándares de medición e indicadores de gestión. De manera que la gerencia moderna, consciente de esta realidad, ha reconocido que la información financiera confiable y oportuna, en un contexto global de tipo administrativo, es un factor de éxito en los procesos de dirección de negocios. (Forero, 1996, p. 169)

La información relevante es aquella que aumenta el conocimiento y reduce la incertidumbre respecto al problema que se va a considerar. Así pues, la información se convierte en un recurso esencial y estratégico, que se podrá obtener por varias fuentes. Al definir la contabilidad como una ciencia de naturaleza empírica, cuyo objeto material es la realidad económica y social de la empresa, tanto en su aspecto cualitativo como cuantitativo, presente, pasado y futuro, cuyo objeto formal es la captación, representación, medida y comunicación de esa realidad; cuyo objetivo es aportar datos útiles para la toma de decisiones, se considera esta como el sistema de información cuantitativa y cualitativa principal de la empresa. (Johnson & Kaplan, 1987, p. 15)

Se distinguen tres niveles de toma de decisiones, correspondientes a la clásica jerarquía de una empresa: estratégico, táctico y operativo. Estratégico. A este nivel las decisiones tomadas vinculan al decisor en el largo plazo, son poco estructuradas y/o repetitivas, por lo que resultan casi imposibles de programar. Táctico. Nivel en el que las decisiones son moderadamente semejantes y no tan altamente repetitivas como en el siguiente escalón (operativo); lo definitorio de las decisiones tácticas sería su vinculación a un periodo temporal mensual, o como mucho de un año. Operativo. Caracterizado por decisiones con una estructura semejante unas a otras, altamente repetitivas y con un horizonte temporal de días, fácilmente programables. (González, 2001, p. 30)

En las empresas existen diferentes niveles jerárquicos para tomar decisiones, con base en los sistemas de información financiera que se manejen, los cuales tienen como propósito agilizar los procesos en las actividades administrativas y en los demás departamentos de la compañía; cuando

se tiene la información disponible de forma apropiada y clara, esto facilitará una mejor gestión en la toma de decisiones.

Los sistemas de información financiera hacen parte esencial de las estrategias de toda organización, pues proporcionan elementos para analizar la situación actual de la empresa, desde diferentes perspectivas (contable, financiera, costos, presupuesto, clientes, infraestructura, entre otras).

7.2 Gerencia de valor

Generación de valor es la serie de procesos que conducen al alineamiento de todos los funcionarios, con el direccionamiento estratégico de la organización, de forma que cuando tomen decisiones, ellas propendan por el permanente aumento de su valor, donde la creación de valor de la empresa se origina a partir de 3 pilares.

a. A través del direccionamiento estratégico. La creación de valor se fomenta implementando dos procesos:

1. Adopción de mentalidad estratégica.
2. Implementación de la estrategia.

b. A través de la gestión financiera. La creación de valor se fomenta implementando cuatro procesos.

1. Definición y gestión de los inductores de valor.
2. Identificación y gestión de los micro inductores de valor.
3. Valoración de la empresa.
4. Monitoreo del valor.

c. A través de la gestión del talento humano. La creación de valor se fomenta implementando dos procesos:

1. Educación, entrenamiento y comunicación.
2. Compensación atada a resultados asociados con el valor. (García, 2003, pp. 9-10)

El interés que existe por medir la creación de valor en las empresas subyace en el supuesto de que los ejecutivos generadores de valor para sus accionistas buscan crear empresas financieramente

saludables y, sobre todo, sostenibles en el tiempo, generadoras de economías sólidas que ayuden a mejorar niveles de vida, manteniendo una relación cordial con sus *stakeholders* y, sobre todo, creadoras de oportunidades de trabajo.

Las metodologías que se han venido usando para la medición de la creación de valor tienen muchos nombres: el método del valor contable, basado en la información del balance general de una empresa; los que toman como fuente las cuentas del estado de resultados, como es el caso del PER5 (de las iniciales en inglés de Price Earnings Ratio), sustentado en las utilidades netas del margen de ventas; el ROE (de las iniciales en inglés de Return On Equity), cimentado en la rentabilidad del patrimonio; utilidad por acción (UPA), utilidad operativa antes de intereses, depreciación, amortización e impuestos; EBITDA (de las iniciales en inglés de Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization), apoyado en el crédito mercantil (*goodwill*), que no es otra cosa que el valor que tiene la empresa por encima de su valor contable (Chu, 2011).

La generación de valor en las empresas se da cuando la rentabilidad para los accionistas supera a la rentabilidad exigida del siguiente modo: *Creación de valor para los accionistas = Capitalización x (Rentabilidad accionistas - Ke)* (Fernández, 2000). Después de esto, la empresa debe planear nuevas inversiones para buscar nuevo capital y tener mejores rendimientos en el futuro.

Por eso en los últimos años las organizaciones han tenido que incorporar el concepto de gerencia de valor en sus objetivos y estrategias, con la necesidad de que se maximice como un indicador que aporte, no solo valor para los clientes, sino también para sus propietarios; es de vital importancia que todos los procesos estén alineados y encaminados con los propósitos estratégicos de la empresa, de manera que toda gestión realizada debe hacerse de manera eficaz, eficiente, productiva y con la implementación de nuevas herramientas que permitan verificar, de manera oportuna, si los métodos actuales son los correctos, y así poder medir los efectos positivos o negativos que conduzcan a tomar decisiones que generen un constante aumento de valor.

7.3 Factores macroeconómicos

7.3.1 Tasa de cambio

Muestra la relación que existe entre dos monedas. Para el caso de Colombia, ésta expresa la cantidad de pesos que se deben pagar por una unidad de la moneda extranjera. Se toma como base el dólar, porque es la divisa más utilizada en Colombia para las transacciones con el exterior. Al igual que con el precio de cualquier producto, la tasa de cambio sube o baja dependiendo de la oferta y la demanda: cuando la oferta es mayor que la demanda (hay abundancia de dólares en el mercado y pocos compradores), la tasa de cambio baja; por el contrario, cuando la oferta es menor que la demanda (escasez de dólares y muchos compradores), la tasa de cambio sube.

Tasa de cambio fija: este sistema tiene como objetivo mantener constante, a través del tiempo.

Tasa de cambio flotante: este régimen permite que el mercado, por medio de la oferta y la demanda de divisas (monedas extranjeras), sea el que determine el comportamiento de la relación entre las monedas. El banco central no interviene para controlar el precio, por lo cual la cantidad de pesos que se necesitan para comprar una unidad de moneda extranjera (dólar, por ejemplo) puede variar a lo largo del tiempo.

Fluctuación: la revaluación ocurre cuando la moneda de un país aumenta su valor en comparación con otras monedas extranjeras; por lo tanto, la tasa de cambio baja y, en el caso colombiano, se deben dar menos pesos por una unidad de moneda extranjera (dólar).

La devaluación: ocurre cuando la moneda de un país reduce su valor en comparación con otras monedas extranjeras; por lo tanto, la tasa de cambio aumenta y, en el caso colombiano, se necesitan más pesos para poder comprar una unidad de la moneda extranjera (Banco de la República, 2014).

7.3.2 Inflación

Se refiere al incremento general en el precio de bienes y servicios. Esto sucede cuando la demanda de esos productos crece más rápido que su suministro. El resultado es que más dinero persigue menos bienes, por lo que, como consecuencia, los precios aumentan. No obstante, asegurarse de

que las inversiones de los clientes superen la tasa de inflación a largo plazo es uno de los principales desafíos.

La medida de inflación más importante es el Índice de Precios al Consumidor (IPC). Tanto los mercados de acciones como los bonos son muy sensibles a los cambios en el IPC, porque cuando la inflación crece, se erosiona el poder adquisitivo. La consecuente disminución del gasto por parte del consumidor tiene un efecto negativo en los mercados de acciones y en los bonos. (Banco de la República, 2014, p. 1)

7.3.3 Tasa de desempleo

La tasa de desempleo no indica qué cantidad de las personas están desempleadas del total de las personas económicamente activas para trabajar. Este ha sido un indicador muy importante para la economía, porque entre más bajo, genera mejores ingresos al Estado, porque muchas personas trabajan y gastan continuamente, generando impuestos y rentas para las empresas.

7.3.4 DTF

La tasa DTF es el resultado de promediar la tasa de captación a 90 días, a través de Certificados de Depósito a Término (CDT's) de todos los intermediarios financieros, ponderado por el monto captado. A partir de la información que todos los intermediarios financieros envían diariamente a la Superintendencia Bancaria sobre sus captaciones, el Banco de la República realiza el cálculo con las captaciones a 90 días e informa el valor de la DTF al mercado. Las entidades cuyas captaciones entran en el cálculo son bancos, corporaciones financieras, corporaciones de ahorro y vivienda y compañías de financiamiento comercial.

7.4 Conceptos financieros

7.4.1 WACC

La mayoría de las empresas tienen diferentes fuentes que generan fondos como los proveedores, los accionistas, los empleados y otras cuentas por pagar, estos recursos son utilizados para su actividad económica, generando un costo que debe asumir la compañía, denominado como WACC

o costo de capital, el cual es utilizado para obtener el valor presente de la empresa con los flujos de caja proyectados hacia el futuro y, de esta forma, determinar cuánto es el costo de tener las fuentes de financiación en los pasivos y patrimonio.

El WACC pondera los costos de cada una de las fuentes de capital, independientemente de que estas sean propias o de terceros. Se explica con la siguiente fórmula:

$$WACC = K_e \frac{E}{(E+D)} + K_d (1-T) \frac{D}{(E+D)}$$

Donde:

K_e : Coste de los fondos propios

K_d : Coste de la deuda financiera

E : Fondos propios

D : Deuda financiera

T : Tasa impositiva

Para estimar el coste del patrimonio (k_e) generalmente se utiliza el Capital Asset Pricing Model o CAPM. Este modelo sirve para calcular el *precio de un activo o una cartera de inversión* y supone la existencia de una relación lineal entre el riesgo y la rentabilidad financiera del activo, donde: $K_e = R_f + [E[R_m] - R_f] * b$

La tasa libre de riesgo (R_f) está asociada a la rentabilidad de un bono emitido por un Banco Central. Se puede tomar como referencia la tasa de rentabilidad de un bono a 5 años o una obligación a 10 años, emitidos por el Tesoro Público (rentabilidades según última subasta publicada por este organismo).

La rentabilidad esperada del mercado $E[R_m]$ requiere de un modelo predictivo, para obtener una estimación de la rentabilidad de las empresas que componen el mercado o sector a estudiar. En el caso de realizar un análisis del mercado de bases de datos, consideraríamos la tasa de retorno promedio anual *de* dicho mercado, para un periodo de tiempo de al menos 10 años. De esta forma, se busca minimizar los efectos corto placistas causados por circunstancias externas. La beta (b) determina el riesgo de mercado de un activo, en función de la coyuntura y fluctuación del mercado. Este riesgo no puede eliminarse, ya que es inherente a la actividad operacional y financiera de la empresa.

Cuando una empresa tiene deuda en su estructura de capital, es necesario incorporar el riesgo financiero. Para determinar una beta apalancada (β_e), se sigue la siguiente fórmula:

$$\beta_e = \beta_u \left[1 + \frac{D(1-t)}{E} \right]$$

Ecuación 1. Beta apalancada:

Para establecer la beta apalancada (β_e), debemos hallar la beta desapalancada (β_u). Para ello se recurre a múltiples fuentes de información externas (Damodaran aswath, Mergemarket, Thomson Financial... etc.).

Para obtener la beta apalancada solo tendríamos que aplicar la fórmula descrita anteriormente, con la estructura de fondos propios y deuda de la empresa en cuestión, así como la tasa impositiva correspondiente. Asimismo, es recomendable tener en cuenta el riesgo país, el cual no se incluye en la fórmula de CAPM.

Para determinar el coste de deuda (k_d) hay que tener en cuenta que el coste del pasivo de una empresa viene determinado, más por la estructura financiera que por los mercados de capitales. Luego podemos partir de la hipótesis de que la financiación de cada proyecto obedece a la misma estructura que el conjunto de la empresa.

Por ello el coste de los pasivos ajenos, conforme a la estructura de la compañía (D/E), se establece a partir del coste de un activo sin riesgo, más un *spread* de mercado para operaciones de financiación (Empresa Actual, 2016).

7.4.2 EVA

Una compañía puede ser maximizada simplemente invirtiendo todo el capital posible en ella. Pero la riqueza del asociado es solo maximizada, mediante la maximización de la diferencia entre el valor total de la compañía y el capital total que los inversionistas han aportado. Esta diferencia se conoce como Valor de Mercado Agregado.

7.4.3 Valor de continuidad

Trata de reflejar el valor de continuidad, es cuánto crecerá la empresa a perpetuidad y para ello puede partirse de un enfoque moderado o pesimista; el primero supone que la empresa crecerá a una tasa g que podría equivaler, por ejemplo, a un crecimiento igual al de la inflación y la economía, el segundo supone que la empresa no tendrá crecimiento alguno en el futuro.

$$\text{Ecuación 2. Valor de continuidad} \quad \text{Valor residual} = \frac{\text{FCL año } i * (1 + g)}{\text{WACC} - g}$$

La empresa en el último año presenta un crecimiento moderado del 7% y WACC del 11,17%, lo que hace que la diferencia dé un valor terminal alto.

Las proyecciones se limitan a un número de años, surge la necesidad de estimar un valor residual del negocio que recoja la existencia de la vida ilimitada de la empresa, ya que, de acuerdo con este modelo valorativo, se acepta la hipótesis fundamental de empresa en funcionamiento, que supone que la empresa seguirá operando y generando flujos de efectivo de manera infinita, que se reinvertirán en la misma para asegurar su continuidad. Así, desde la teoría utilitarista, se puede definir el VR como el valor futuro de los flujos de efectivo esperados por la empresa, en el resto de su vida infinita tras el periodo discreto. (Rojo Ramírez, 2012, p. 23)

7.4.4 CAPM

El Capital Asset Pricing Model-CAPM Es un método de valoración de activos de capital el cual es utilizado para estimar la tasa de retorno pretendida para determinados activos, Se construye a partir del efecto de parámetros de la economía financiera que proporcionan la relación entre el riesgo y el rendimiento.

Esta relación asociada que existe entre el riesgo y el rendimiento, es empleada para estimar el costo de capital de ciertos activos, costo que depende del riesgo sistémico y este riesgo es medido con precisión por un beta de inversión, donde los futuros flujos de caja que producirán estos activos

podrán ser descontados a su valor actual neto para así poder determinar su adecuado precio o rentabilidad.

7.4.5 El flujo de caja descontado

Para calcular el valor de una empresa utilizando el FCD, se debe calcular el valor presente de los flujos de caja libre futuros de la empresa, que se originan de las diversas actividades desarrolladas por ésta, descontados al Costo Promedio Ponderado del Capital (CPPC o WACC) y se adiciona el valor presente del valor de continuidad de la empresa, para luego sumar el valor de inversiones que posea la empresa y que no generan directamente flujos de efectivo y restar el valor de la deuda. En resumen, el cálculo sería el siguiente:

El CPPC o WACC refleja el costo promedio de las diferentes fuentes de financiación de la empresa, tales como el patrimonio y el endeudamiento financiero. El costo del patrimonio corresponde a la rentabilidad esperada por el accionista o un inversionista, considerando las características del negocio. El costo de la deuda es la ponderación de los costos de las obligaciones en pesos, luego de impuestos. El cálculo adecuado de la Tasa de descuento es importante, pues si no se determina con precisión, el valor actual de los flujos de caja futuros resultará demasiado alto o demasiado bajo y, por lo tanto, también la valoración.

En resumen, la metodología del FCD consiste en traer a valor presente cada uno de los flujos proyectados para el periodo explícito de tiempo, al igual que el valor de continuidad de la empresa, tomando la tasa de descuento (CPPC), con el fin de estimar el valor razonable de la misma en un momento determinado, para luego sumar el valor de las inversiones permanentes y otros activos y restar el valor de la deuda.

Tabla 1. Valor de la empresa

+	Valor presente de los FCL	Xxx
+	Valor presente del valor de continuidad o terminal	Xxx
+	Valor de las inversiones permanentes	Xxx

Valor en libros de la deuda (obligaciones financieras, cuentas	
- por pagar, cuentas por pagar laborales)	Xxx
= Valor estimado del patrimonio	xxx

Fuente: Elaboración propia, 2017.

8. Metodología

8.1 Costo de capital

- El nivel de endeudamiento incluyendo todo tipo de financiación existente o proyectada a corto y largo plazo
- Los costos laborales.
- El costo debe expresarse en tasas efectivas de la misma periodicidad a aquellas en que hayan sido construidos los flujos de caja.
- El costo de cada fuente de financiación incluyendo el de los dueños.

Tasa libre de riesgo es del 6,88% interés de retorno de un activo financiero, para el cual los inversionistas conocen con certeza en un periodo de tiempo determinado. En el contexto del CAPM, la tasa libre de riesgo tiene un papel clave, ya que el costo del capital se define como la tasa libre de riesgo, más una prima de riesgo y, al mismo tiempo, la prima de riesgo depende de la diferencia entre la tasa libre de riesgo y la tasa de riesgo del mercado.

El riesgo del mercado equivale al 11,47%, es el rendimiento esperado del mercado accionario en conjunto, se utiliza los índices bursátiles y se ajusta el modelo CAPM por el riesgo país. Por lo tanto, la selección del índice depende del mercado al que pertenezca la tasa libre de riesgo escogida.

El beta para un sector específico, está determinado por la relación existente entre la covarianza de la rentabilidad del mercado y la rentabilidad del sector y la varianza de la rentabilidad del mercado, en este caso, el de servicio es del 0,976.

Para calcular el K_e , se tiene en cuenta la fórmula de CAPM, de esta forma se analiza la sensibilidad del mercado y del sector en el costo del patrimonio.

8.2 Método de valoración FCL

Para la Valoración Financiera de la empresa se utilizará el método de Flujo de Caja Libre Descontado, inicialmente se realizan proyecciones financieras para establecer las utilidades, la inversión de capital, capital de trabajo y luego establecer el costo de capital (WACC), por el método financiero, el cual determina la rentabilidad mínima que deben producir los activos de una empresa; es el costo de oportunidad que supone la posesión de dichos activos y que también se conoce con el nombre de tasa mínima requerida de retorno. Así mismo, el WACC también indica el costo promedio ponderado de la deuda financiera y el patrimonio.

Luego de tener el valor del WACC, se realizará la proyección del Flujo de Caja Libre, el cual se define como la cantidad de dinero disponible de la empresa para cubrir su operación y distribuir a sus inversionistas, aquí se tiene en cuenta que la empresa vale por la capacidad de generar flujos de caja libre positivos, lo que determina su atractivo y potencial de crecimiento.

8.3 Método de valoración por EVA

El EVA es una medida de ingreso residual que sustrae el costo de capital de las utilidades operativas, por lo que descontar el EVA a la tasa de descuento predeterminada, produce el mismo valor actual neto que los flujos de caja descontados sustrayendo la inversión inicial.

El valor económico agregado o utilidad económica se fundamenta en que los recursos empleados por una empresa o unidad estratégica de negocio deben producir una rentabilidad superior a su costo, pues de no ser así, desde el punto de vista estratégico, es mejor trasladar los bienes utilizados a otra actividad. Esto obliga a un análisis más profundo que el desarrollado por los indicadores tradicionales de crecimiento en ingresos, utilidades y activos como factores de evaluación del desempeño. Además, obliga a elaborar una presentación más clara de los balances para establecer los diferentes recursos, bienes y derechos empleados por cada unidad estratégica de negocio, en su proceso de generación de utilidades y flujo de caja.

9. Descripción de la compañía

Enciso Ltda es una empresa con 18 años en el mercado, comercializadora de productos especializados en Seguridad Industrial y Salud Ocupacional, orientada a brindar soluciones integrales a sus clientes, con un acompañamiento permanente que facilita seleccionar adecuadamente los Elementos de Protección Personal y de seguridad, que se deben utilizar en cada área de trabajo y en los diferentes sectores de la economía, aportando según los riesgos del sector propio de cada actividad económica, soluciones precisas para la disminución y la prevención de Accidentes de Trabajo y Enfermedades Ocupacionales.

Actualmente cuenta con 4 sedes en el país que son:

- Sede principal Pereira
- Sede sucursal Manizales
- Sede sucursal Cali
- Sede sucursal Bucaramanga

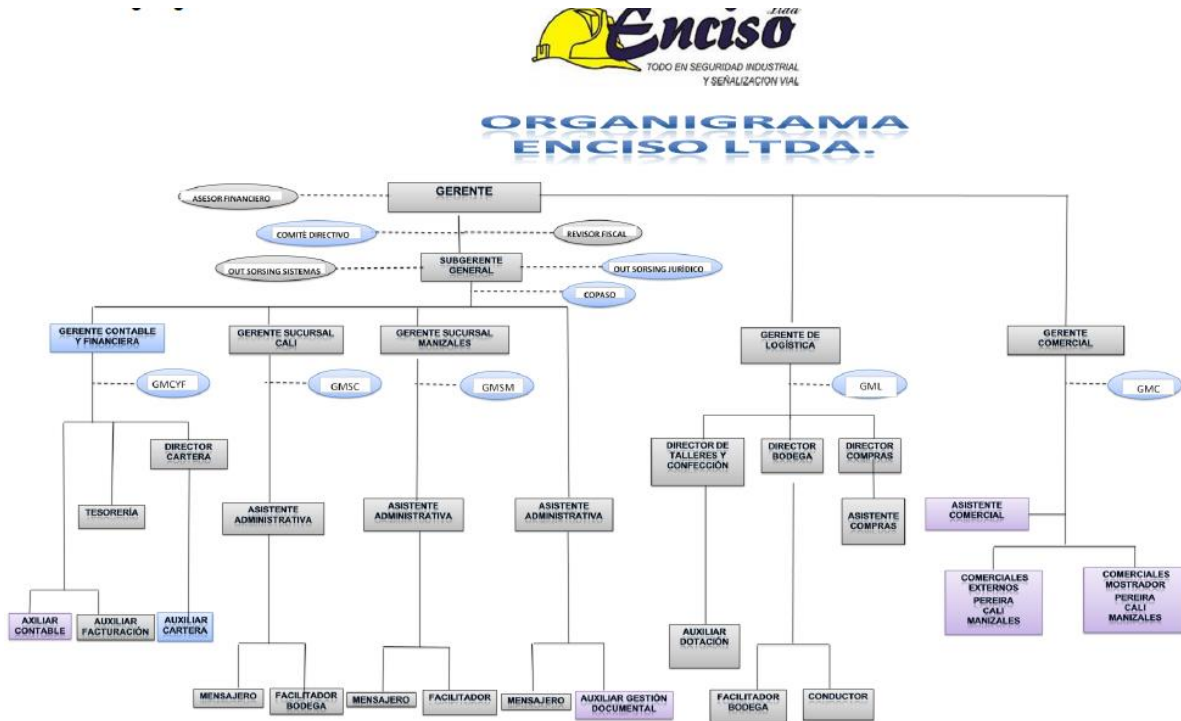
La empresa es familiar, cuyos seis integrantes son los únicos propietarios, está dividida en tres áreas: administrativa, logística operativa y comercial. No cuenta con área de mercadeo. Actualmente tiene 98 colaboradores directos en el total de sedes y asesores externos, que dan soporte y realizan auditorías.

Cuenta con vehículos propios para la distribución de productos en cada ciudad y, así mismo, tiene en su haber bodegas en cada sede para almacenamiento de los productos que comercializa y que facilita la operación y genera oportunidad de negocios por la disponibilidad.

A través del tiempo y en su evolución, se ha convertido en una empresa de referente regional y nacional y esto ha hecho que otros quieran imitarla y crear empresas similares; incluso ferreterías con presencia en la región y en el país han incorporado la seguridad industrial como línea adicional para su portafolio, sin embargo, la empresa cada vez busca traer soluciones nuevas, diferentes pero

principalmente conocimiento para sus clientes, por medio de cursos certificados y actividades en busca de fidelizar y permanecer en la memoria de los clientes.

Figura 1. Organigrama



Fuente: (Enciso, 2017).

9.1 Qué servicios presta o vende

Son proveedores integrales: dada la variedad de productos que comercializa para satisfacer las necesidades manifestadas por los clientes, o detectadas por los asesores especializados.

Los productos cumplen con todas las normas y estándares nacionales e internacionales de fabricación.

Cuenta con profesionales: especialistas en el tema de la prevención y disminución de riesgos laborales, para brindar acompañamiento confiable y con respaldo.

Enciso Ltda vende soluciones integrales en salud ocupacional y seguridad en el trabajo, a través de un amplio portafolio de productos, asesorías en la preventa y soporte en la post venta como un valor agregado, dotaciones, señalización vial y de seguridad.

Es una importadora directa de los artículos de seguridad, cuenta con un área de producción que se encarga de elaborar todo tipo de vestimentas, tales como: chalecos de seguridad, delantales, gabachas, kimonos, entre otros.

Asesorías en Seguridad Industrial, Bioseguridad, Calzado, Dotaciones para Empresas, Equipos Contra Incendio, Extintores y Seguridad Industrial.

Enciso Ltda abrió su nueva sede en la ciudad de Bucaramanga hace 4 meses, con la proyección de posicionarse de la misma manera que lo ha hecho en otras ciudades del país.

La idea es expandir la empresa a otras regiones del país, iniciando por Santander y posteriormente por el Tolima, en no más de dos años, actualmente estas regiones son atendidas desde las sedes más cercanas, incluso desde la sede principal.

9.2 Ventajas competitivas

La principal ventaja competitiva de Enciso Ltda es su modelo y estructura de negocio, toda vez que es lo que define el valor de la empresa y lo que le permite ser sostenible y competitiva.

Comercializa productos de las marcas líderes y posicionadas en Colombia y Latinoamérica (incluso de reconocimiento mundial) como su distribuidor autorizado; por esta razón cuenta con soporte y acompañamiento directo de las mismas a su fuerza de ventas y al cliente final.

Brinda a las empresas productos excelentes bajo las más estrictas normas de calidad, sobrepasando los estándares exigidos en lo concerniente a seguridad industrial, hospitalaria y señalización vial, permitiendo desarrollar y mantener un ambiente laboral libre de accidentes y riesgos.

La empresa, además de ser una importadora directa de los artículos de seguridad, cuenta con un área de producción, que se encarga de elaborar todo tipo de vestimentas, tales como: chalecos de seguridad, delantales, gabachas, kimonos, entre otros.

9.3 Misión

Comercializar y distribuir elementos de seguridad industrial, hospitalaria y de señalización vial en las regiones del Eje Cafetero, Valle del Cauca y Santanderes, brindando a las empresas y a los clientes una atención ágil, oportuna y acompañamiento con soluciones integrales en el área de la seguridad y la salud en el medio del trabajo, que propenda por favorecer a las empresas, sus colaboradores y sus operarios en la disminución de Accidentes de Trabajo y Enfermedades Ocupacionales.

9.4 Visión

Para el año 2022, Enciso Ltda., será el aliado estratégico para el cumplimiento de las normas de seguridad, el mejoramiento de la calidad de vida, la generación de valor continuo y el desarrollo sostenible de las empresas, manteniéndose como la comercializadora y distribuidora de elementos de seguridad industrial, hospitalaria y de señalización vial número uno de las regiones del Eje Cafetero, Valle del Cauca y Santanderes.

9.5 Políticas de la empresa

- Comercializar únicamente productos certificados y fabricados bajo los estándares más exigentes de calidad.
- Velar por mantener la buena imagen de la compañía interna y externamente.
- Garantizar el buen estado del producto desde que sale de la empresa hasta que le llega al cliente.
- Mantener motivado al personal de la compañía.
- Asesoría y acompañamiento, dando información completa y precisa de todos los productos y servicios a los clientes en la preventa y postventa.
- Trabajar con el cliente como la principal razón de ser, el cliente y su satisfacción total siempre será el principal objetivo.

- Optimizar el proceso de atención al cliente y reclamos.
- Mantener alianzas estratégicas con los principales proveedores en beneficio de toda la cadena de valor.
- Dar respuesta a los requerimientos en los tiempos estimados (cotizaciones, pedidos, despachos, entre otros).
- Fomentar la participación de todos los colaboradores mediante trabajo en equipo.

9.6 Principios corporativos

- Calidad
- Integralidad
- Cumplimiento
- Orientación al servicio
- Equidad
- Competitividad
- Protección
- Trabajo en equipo
- Dinamismo
- Liderazgo
- Experticia
- Pro actividad

9.7 Valores corporativos

- Responsabilidad
- Respeto
- Honestidad

9.8 Índices macroeconómicos

9.8.1 Tasa de cambio

Es relevante para muchos, en la economía mundial en general, porque se han visto afectados los mercados, tanto en la exportación e importación, por la gran variabilidad que tiene la tasa representativa del mercado (TRM).

Con el comportamiento que ha presentado esta variable en los últimos años, se han visto afectadas diferentes empresas en varios sentidos, como incremento en pasivos a proveedores extranjeros, incrementando así sus costos de producción, desincentivando las importaciones para fabricación de bienes de exportación, con un efecto negativo en la economía nacional y en las relaciones internacionales.

Esta situación obliga a las empresas a cubrirse de este riesgo económico, que impacta los resultados financieros de las compañías, a través de operaciones de cobertura, en busca de minimizar el grado de incertidumbre a que se ven sometidas.

En el caso de Enciso Ltda., la TRM ha presentado un efecto negativo, dado que en la actualidad las importaciones representan el 5% de las ventas, y la proyección de crecimiento estimada es del 5% al 8% anual, buscando eliminar los intermediarios actuales (proveedores locales) y así obtener un mayor margen; por lo tanto, una tasa de cambio con variaciones muy representativas genera riesgos en el fortalecimiento de las importaciones, pues si bien existen herramientas de cobertura cambiaria, el mercado es flexible a los cambios que presenta la tasa y hay que analizar cómo puede beneficiar a la empresa sin perder competitividad, ofreciendo las misma calidad en sus productos o servicios; adicional a esto, el aumento de los precios de los productos importados puede llevar a que la empresa suspenda aquellos productos que no generen rentabilidad.

9.8.2 Inflación

El panorama en los últimos meses para el país no fue el mejor en cuanto a políticas para controlar la inflación, en el 2016 se presentaron picos muy altos, que se salieron de las expectativas del Banco de la República, pero a partir de agosto el comportamiento fue más estable.

Hasta el mes de julio Colombia presentó una aceleración tan fuerte en índices de inflación, que se alejó de manera muy apreciable del rango meta, establecido por el Banco de la República, que oscilaba entre el 2 y el 4%, en julio alcanzó niveles de casi el 9% una de las lecturas más altas desde el año 2000.

Para los meses de agosto y septiembre se vio una desaceleración, que continuó hasta diciembre con un escenario base de inflación al cierre del año de 5,75%, y que, según los expertos, se sostuvo durante el primer semestre de 2017. Para el segundo semestre quedaría muy cerca del rango superior de la meta del Banco de la República, que es 4%, cerrando sobre niveles 3,90%, siendo esto una buena noticia, según argumentan los expertos, porque no se puede perder de vista que la demanda agregada en Colombia se vio muy afectada por esta subida de la inflación, todos los colombianos lo sintieron en sus bolsillos y la caída que generó esa inflación implicó dos cosas:

-Los ingresos reales, es decir, después de tener en cuenta el deterioro causado por los precios al alza, tendieron a recuperarse.

-Se dio una incidencia sobre las tasas de interés, que tendieron a disminuir.

Para la empresa este comportamiento de economía contraída afecta directamente en los ingresos, dado que el consumo disminuye, la industria no presenta expansiones, no hay inversión, hay un aumento en los gastos de personal y en los precios de los productos, lo cual afecta directamente el consumo de los clientes en términos de cantidades, las cuales tienden a disminuir, así se registren valores de venta mayores comparativamente al año anterior, pero como se mencionó anteriormente, es causado en gran parte por la influencia de la TRM y la inflación en los cambios de los precios; a esto le podemos sumar el aumento de los 3 puntos porcentuales del IVA, que de igual forma, genera un costo mayor para los compradores. Con una inflación proyectada del 4,2% y un crecimiento proyectado del PIB del 2%, la empresa espera tener un crecimiento mayor a 2 puntos porcentuales, a la suma de estas dos perspectivas, es decir, estar por encima del 8% en sus ingresos comparados con el año 2016.

9.8.3 Tasa de desempleo

Como se ha visto en los últimos meses, más colombianos que eran inactivos han empezado a buscar trabajo como respuesta a la moderación, bajo la cual ha operado la economía recientemente. De otro lado, con una actividad productiva expandiéndose por debajo de su potencial y una demanda interna débil, es posible que la demanda de mano de obra no crezca lo suficiente para absorber la oferta creciente de trabajadores. Esto es especialmente relevante en sectores como el comercio, la construcción y los servicios no financieros, que son los mayores empleadores en el país (Bancolombia, 2017).

La incidencia de la tasa de desempleo en la empresa Enciso repercute en la calidad de la oferta, dado que, debido al aumento de la tasa de desempleo, la oferta aumenta en cantidad, mas no en calidad, y la disminución de la calidad hace que sea más costoso acceder a ella; por esta razón la empresa tiene dentro de sus políticas la formación del recurso humano al interior de la misma por medio de diferentes vías como son: capacitación, subsidio para estudios de pregrado y postgrado, tanto presenciales como virtuales, coaching, y demás acciones que ayuden a mejorar y potencializar las aptitudes y competencias de los colaboradores en sus áreas de trabajo y la posibilidad de tener acceso a ascensos y mejoría de las condiciones económicas, que repercuten en un mejor funcionamiento de la organización; además del empoderamiento y fidelización que se logra. Se prevé que estos gastos generen un aumento en nuevas contrataciones del 10% para cargos principales y de mando, y un 3 a 5% para los demás.

El aumento de la tasa de desempleo según las proyecciones, superando el 10% al cierre de 2017, generaría una disminución para la empresa del gasto de los aprendices, ya que, por ley, cuando la tasa de desempleo al cierre del año supere el 10%, los aprendices Sena en su etapa lectiva regresarán a recibir una 75% del salario mínimo.

9.8.4 DTF

Durante el último año la DTF ha tenido una disminución, pasando de 6,81% al cierre del 2016, a un proyectado 6% para el cierre de este año, esto sumado a la disminución en la tasa de

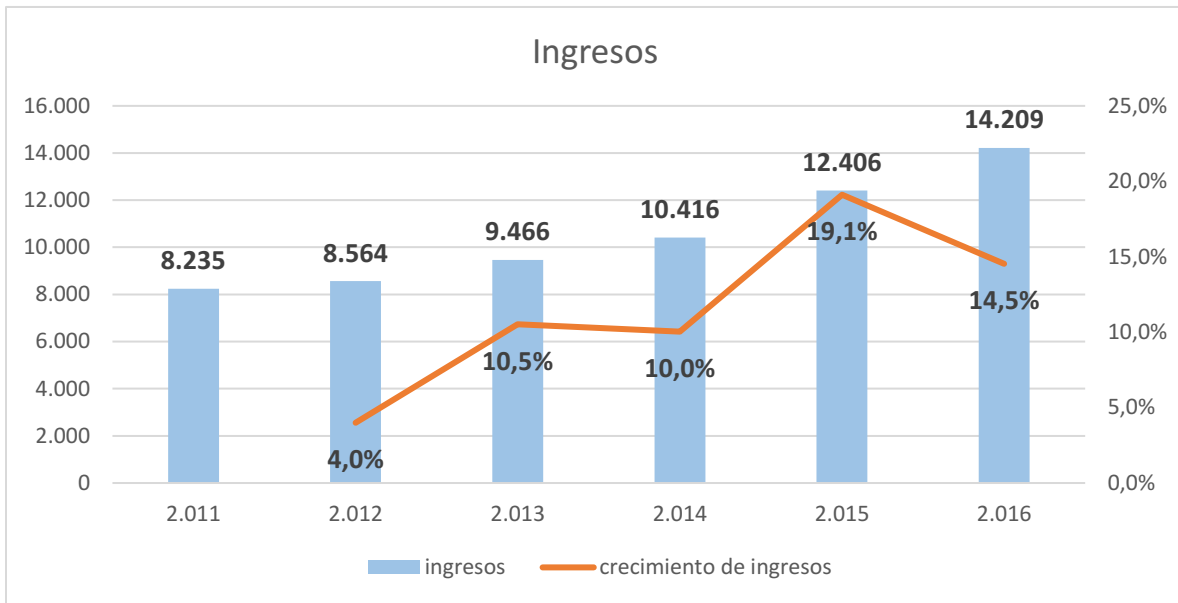
intervención del Banco de la República en el mismo periodo del 7,5% al 5,75%, lo cual muestra la intención del Estado de incentivar una economía que no se decide a crecer.

La incidencia de la DTF en la empresa determina cuál será el costo de la deuda local, en caso de necesitarse, por ejemplo, en momentos donde los negocios por licitación o contratación con el Estado lo amerite, o cuando se necesite tomar descuentos financieros por pago a proveedores, que generen beneficio a la empresa, aun incurriendo en un costo financiero por intereses. Si bien en las políticas de la empresa está el utilizar al mínimo créditos bancarios, se hace importante entender el costo que éstos tienen y el beneficio que su buen uso puede tener en el resultado final. En la actualidad surgen retos financieros derivados del crecimiento de la cartera de la empresa, ya que los clientes inmersos en la realidad económica que se vive están presentando comportamientos de pago más amplios a los normalmente manejados; por esta razón se hace importante que tanto la DTF como la tasa de intervención se proyecten a la baja y, de esta manera, el incremento en los gastos financieros no supere el 5% con respecto al año anterior.

10. Diagnóstico financiero

Para empezar el análisis, se toman en cuenta los ingresos, pues es la parte más sensible en la organización, ya que ayuda a identificar el crecimiento y rendimiento en el futuro.

Se puede observar en el gráfico que, de 2011-2016 la empresa mantiene un crecimiento continuo, pasando del 3% al 20%, comportamiento favorecido por factores externos a la comercializadora de productos especializados en Seguridad Industrial y Salud Ocupacional Enciso, dado que el gobierno aumentó las exigencias de este servicio para protección de los empleados de cualquier empresa; por estas razones se empezó a tener una tendencia sobre el manejo de la seguridad en los procesos de producción y disminuir los factores de riesgo operativo y administrativo del talento humano. En el año 2016 la empresa bajó sus ventas del margen de crecimiento continuo de 20% a 12%, pero mantiene una buena utilidad.

Gráfico 1. Ingresos de 2011-2016

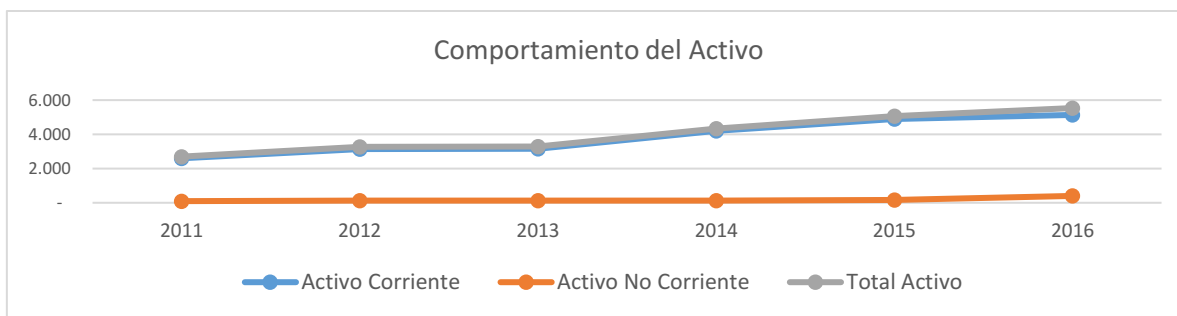
Fuente: Elaboración propia, 2018.

10.1 Análisis horizontal balance general

Tabla 2. Análisis horizontal balance general

	BALANCE GENERAL - ENCISO LTDA						Análisis horizontal					
	2,011	2,012	2,013	2,014	2,015	2,016	2012	2013	2014	2015	2016	Prom
ACTIVO												
ACTIVO CORRIENTE												
CAJA Y BANCOS	359	565	123	427	316	113	57%	-78%	247%	-26%	-64%	19.8%
INVERSIONES	39	54	72	10	1	1	40%	34%	-86%	-95%	144%	-0.7%
CLIENTES NACIONALES	1,229	1,179	1,774	1,930	1,817	2,247	-4%	51%	9%	-6%	24%	19.3%
DEUDAS DE DIFÍCIL COBRO	90	91	91	92	168	168	0%	0%	2%	83%	0%	21.1%
PROVISIÓN DE CARTERA	(76)	(76)	(93)	(99)	(88)	(137)	0%	23%	6%	-11%	55%	18.4%
CUENTAS POR COBRAR A SOCIOS	30		55	0	0	0	-100%		-100%			-100.0%
ANTICIPOS Y AVANCES	29	18		4	24	43	-38%	-100%		502%	79%	160.1%
DEPOSITOS PARA IMPORTACIONES		44	0	0	0	0		-100%				-100.0%
ANTICIPO DE IMPUESTOS Y CONTRIBUCIONES	36	240	46	15	369	51	566%	-81%	-67%	2331%	-86%	524.2%
CUENTAS POR COBRAR A TRABAJADOR	15	7	12	10	19	24	-52%	62%	-16%	89%	30%	41.2%
DEUDORES VARIOS	1	2	0	0	0	4	238%	-95%	284%	-45%	1743%	471.6%
INVENTARIO	833	997	1,045	1,810	2,241	2,567	20%	5%	73%	24%	15%	29.1%
DIFERIDOS	17	23	31	0	25	51	42%	34%	-100%		107%	13.5%
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	2,601	3,144	3,155	4,200	4,891	5,134	21%	0%	33%	16%	5%	14%
PROPIEDAD, PLANTA Y EQUIPO												
EQUIPO DE OFICINA	81	81	87	128	144	223	0%	7%	48%	13%	55%	30.6%
EQUIPO DE COMPUTACION Y COMUNIC	71	100	123	139	169	207	42%	23%	13%	22%	22%	20.0%
FLOTA Y EQUIPO DE TRANSPORTE	176	198	192	192	232	331	12%	-3%	0%	21%	43%	15.2%
DEPRECIACION ACUMULADA	(230)	(245)	(271)	(323)	(381)	(361)	6%	11%	19%	18%	-5%	10.6%
TOTAL PROPIEDAD, PLANTA Y EQUIPO	97	134	131	136	165	401	38%	-2%	3%	21%	144%	42%
TOTAL ACTIVO	2,698	3,278	3,286	4,335	5,055	5,536	22%	0%	32%	17%	10%	15%
PASIVO												
PASIVO CORRIENTE												
OBLIGACIONES FINANCIERAS	233	172	49	196	169	391	-26%	-72%	302%	-14%	132%	87.0%
PROVEEDORES	532	520	655	1,142	1,036	1,116	-2%	26%	74%	-9%	8%	24.7%
COSTOS Y GASTOS POR PAGAR	54	60	25	36	26	48	11%	-59%	45%	-26%	82%	10.3%
DEUDAS CON SOCIOS			1	0	60	0			-100%		-100%	-100.0%
RETENCION EN LA FUENTE DE RENTA	34	27	7	13	23	17	-22%	-72%	78%	71%	-25%	13.0%
RETENCION EN LA FUENTE DEL CREE			3	6	7	7			87%	15%	2%	34.9%
RETENCION EN LA FUENTE DE IVA			8	1	1	1			-89%	34%	24%	-10.3%
RETENCION DE INDUSTRIA Y COMERCIO			1	1	1	0			54%	-35%	-90%	-23.8%
RETENCIONES Y APORTES DE NOMINA	12	13	6	11	19	13	13%	-57%	84%	75%	-32%	17.6%
ACREEDORES VARIOS	9	10	10	12	15	5	13%	8%	16%	24%	-69%	-5.2%
IMPUESTOS, GRAVAMENOS Y TASAS	138	334	183	162	177	185	142%	-45%	-12%	9%	4%	-10.7%
OBLIGACIONES LABORALES	70	72	67	93	89	114	2%	-6%	38%	-4%	28%	14.1%
PASIVOS ESTIMADOS Y PROVISIONES				0	0	0						0.0%
ANTICIPOS Y AVANCES	16	45	16	19	37	71	178%	-65%	20%	92%	93%	35.2%
TOTAL PASIVO CORRIENTE	1,098	1,252	1,032	1,692	1,659	1,968	14%	-18%	64%	-2%	19%	16%
PASIVO NO CORRIENTE												
OBLIGACIONES FINANCIERAS		82.9	66	44	34	144		-21%	-33%	-22%	320%	0%
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	0	83	66	44	34	144		-21%	-33%	-22%	320%	0%
TOTAL PASIVO	1,098	1,335	1,098	1,736	1,693	2,112						
PATRIMONIO												
CAPITAL SOCIAL	220	220	220	220	220	220	0%	0%	0%	0%	0%	0.0%
RESERVAS LEGAL	167	201	220	220	220	220	21%	9%	0%	0%	0%	2.3%
REVALORIZACION	22	22	22	22	22	17	0%	0%	0%	0%	-21%	-5.3%
RESULTADOS DE EJERCICIOS	280	309	353	411	919	392	10%	14%	17%	124%	-57%	24.2%
RESULTADOS DEL EJERCICIO ANTERIORES	911	1,191	1,374	1,727	1,982	2,575	31%	15%	26%	15%	30%	21.4%
TOTAL PATRIMONIO	1,599	1,943	2,188	2,599	3,363	3,424	22%	13%	19%	29%	2%	16%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	2,698	3,278	3,286	4,335	5,055	5,536						

Fuente: Elaboración propia, 2018.

Gráfico 2. Comportamiento del activo

Fuente: Estados Financieros Enciso Ltda., 2017.

Los activos totales de la compañía Enciso Ltda suman \$5.535.751.744 en el año 2016, evidenciando un incremento importante en todos los años del análisis, el mayor incremento se presentó en el año 2014, cuando creció en un 32% respecto al año inmediatamente anterior, este incremento del activo total fue impulsado principalmente por los activos corrientes, los cuales están conformados por los rubros: Disponible (Caja y Bancos), Deudores (Clientes Nacionales) e Inventario.

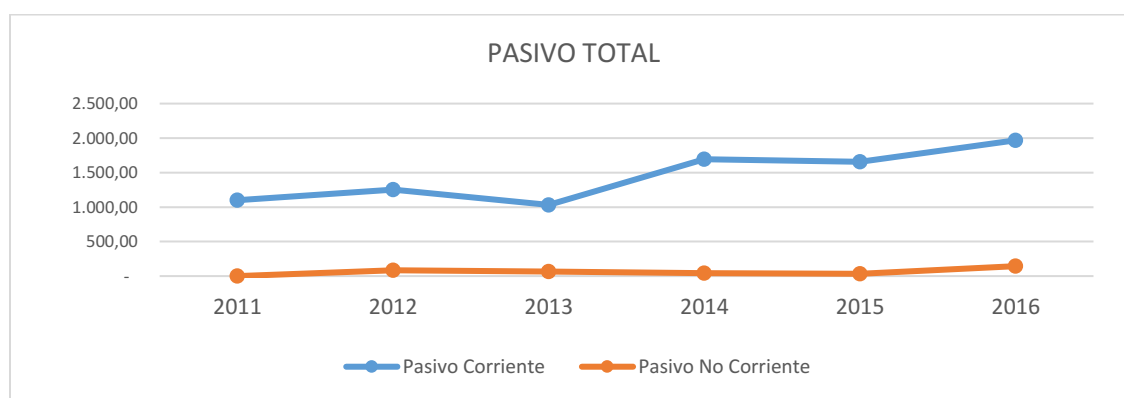
Esto quiere decir que el disponible bajó un 64%, las cuentas por cobrar en un 24% y los inventarios en 15%, estas cuentas generaron un gran impacto en el corto plazo. Además, presenta problemas el manejo en la base estructural de las operaciones de la cartera, porque no tiene una planificación de gestión, esto ha dado como resultado un incremento considerable cada año, afectando el movimiento de dinero y, por ende, el aumento de las obligaciones financieras en un 132% en el 2016.

Desde el año 2011 al 2015 los activos no corrientes permanecieron en un rango de 97 a 165 millones de pesos, sin embargo, del año 2015 a 2016, los activos no corrientes presentaron un incremento considerable del 144%, cerca de \$236 millones de pesos, generado principalmente por la adquisición de propiedad planta y equipo (equipos de oficina, equipos de cómputo y comunicaciones, flota y equipos de transporte), debido a que el crecimiento y expansión de la compañía exigía la adquisición de nuevos activos, con el fin de garantizar un mejoramiento en la capacidad instalada de la empresa. Esto para mantenerse en el mercado como la empresa líder

(Enciso, 2017) en esta clase de servicios y productos de seguridad laboral, con una constante innovación.

Además, se debe resaltar que los inventarios y las cuentas por cobrar han tenido crecimiento durante los últimos años, en esta parte se debe analizar sus rotaciones para organizar su gestión y mantener una igualdad con los proveedores, para que el ciclo del efectivo no sea tan lento en la recuperación del dinero, porque el ciclo de caja para la recuperación del dinero es muy largo y la empresa se debe endeudar para pagar sus cuentas a corto plazo, para no quedarse ilíquida al final de los periodos.

Gráfico 3. Comportamiento del pasivo



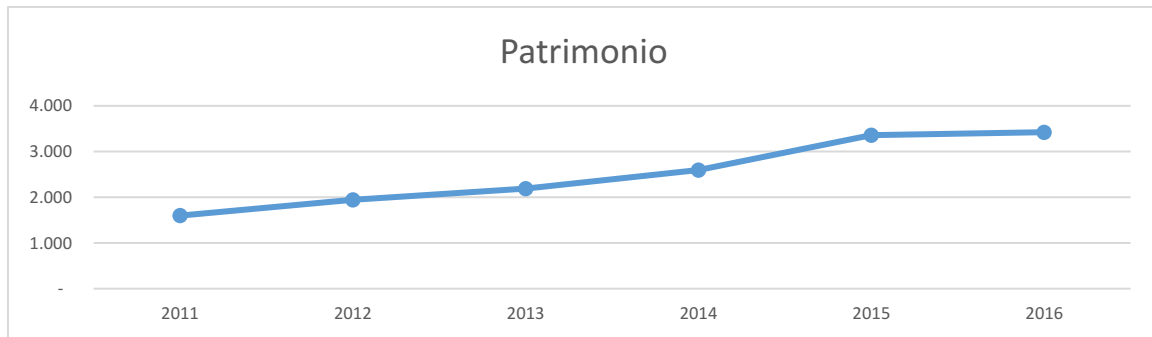
Fuente: Elaboración propia, 2018.

Los pasivos han presentado fluctuaciones importantes en los primeros tres años del análisis; del 2012 al 2013 disminuyeron en un 18%, para el año 2014 incrementaron en 58%, en el año 2015 nuevamente presentaron una disminución del 2% con respecto al año anterior, y para el año 2016 llegaron a su tope máximo, con un crecimiento del 25%.

Los pasivos más representativos están concentrados en las obligaciones financieras y los proveedores, los cuales para el año 2016 aumentaron considerablemente con respecto al año anterior, con un monto que suma \$1.651 millones y una participación del 30% sobre el total del pasivo. Estos recursos fueron utilizados para la adquisición de vehículos bajo la modalidad de *leasing* financiero, y para la adquisición de mercancía no fabricada por la empresa para su comercialización.

Como en el 2015 realizó una serie de inversiones, esto hizo que las obligaciones de corto y largo plazo crecieran considerablemente, en un 132% y 93% respectivamente.

Gráfico 4. Comportamiento del patrimonio



Fuente: Elaboración propia, 2018.

El patrimonio presenta una tendencia de crecimiento, para el año 2013 incrementó en un 13% con respecto al año 2012. Su mayor incremento lo presentó en el año 2015, al crecer en un 29% con respecto al año 2014, y para el año 2016 tan solo presentó un incremento del 2%.

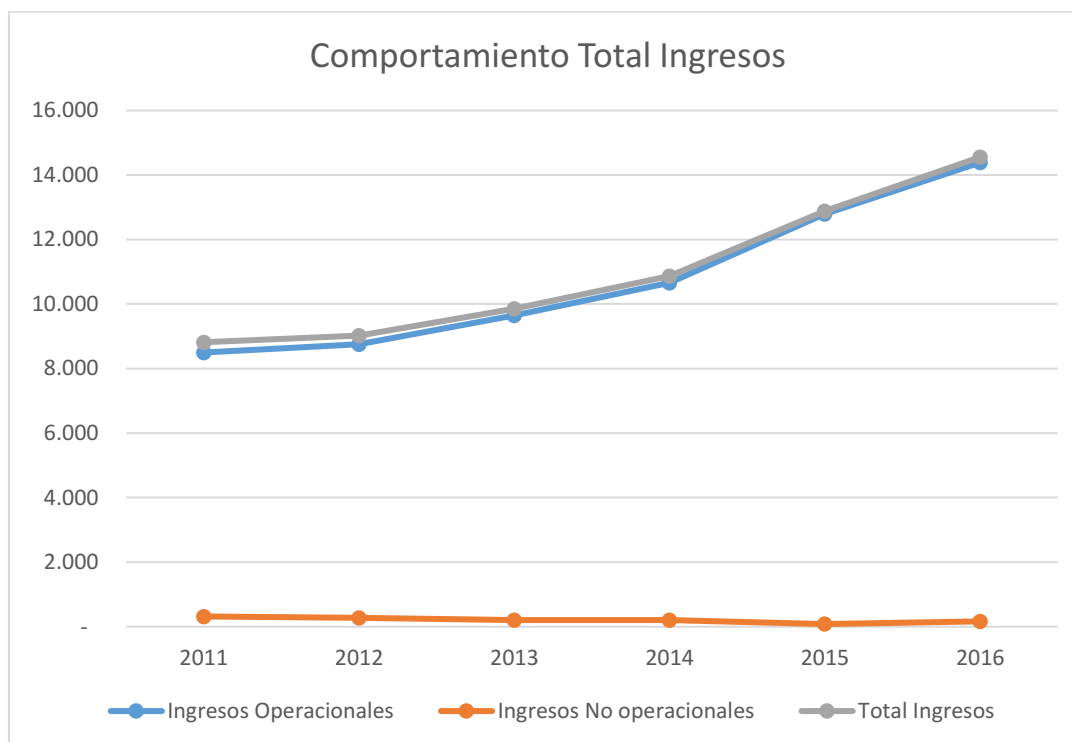
El incremento presentado en el patrimonio desde el año 2012 al 2016, se debe principalmente al aumento en las utilidades generadas en la operación de la empresa.

10.2 Análisis horizontal estado de resultados

Tabla 3. Análisis horizontal estado de resultados

ESTADOS DE RESULTADOS - ENCISO LTDA							Análisis horizontal					
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2012	2013	2014	2015	2016	Prom
INGRESOS OPERACIONALES	8,499	8,750	9,649	10,662	12,795	14,384	3%	10%	11%	20%	12%	11%
DEVOLUCION DE VENTA	263	186	183	247	389	175	-29%	-1%	35%	58%	-55%	1%
COSTO DE VENTA	6,116	6,170	6,940	7,452	8,764	10,226	1%	12%	7%	18%	17%	11%
UTILIDAD BRUTA OPERACIONAL	2,119	2,394	2,525	2,964	3,642	3,983	13%	5%	17%	23%	9%	14%
GASTOS DE PERSONAL	141	152	182	246	275	423	7%	20%	35%	12%	54%	26%
HONORARIOS	31	32	60	59	60	78	5%	87%	-1%	2%	31%	25%
IMPUESTOS	0	0	0	0	0	2	-100%					-100%
ARRENDAMIENTOS	8	23	22	17	17	13	193%	-3%	-26%	5%	-26%	29%
CONTRIBUCIONES Y AFILIACIONES	0	0	0	0	0	0						
SEGUROS	2	7	6	38	7	7	340%	-16%	526%	-81%	-8%	152%
SERVICIOS	6	13	8	14	21	17	135%	-42%	82%	50%	-21%	41%
GASTOS LEGALES	1	16	7	2	2	4	1662%	-57%	-71%	8%	103%	329%
MANTENIMIENTO Y REPARACIONES	1	1	5	1	2	4	-1%	334%	-83%	90%	187%	105%
ADECUACION E INSTALACIONES	0	1	4	0	0	0	493%	251%	-95%	-92%	-100%	91%
GASTOS DE VIAJE	1	9	12	22	3	0	548%	36%	77%	-88%	-95%	96%
DEPRECIACIONES	55	7	4	4	3	54	-87%	-45%	12%	-41%	2030%	374%
DIVERSOS	3	15	14	16	5	17	325%	-6%	15%	-66%	226%	99%
OPERACIONALES DE ADMINISTRACION	250	276	323	419	395	621	10%	17%	30%	-6%	57%	22%
GASTOS DE PERSONAL	858	961	1,054	1,085	1,301	1,558	12%	10%	3%	20%	20%	13%
HONORARIOS	29	36	4	6	12	2	22%	-90%	67%	85%	-81%	1%
IMPUESTOS	77	68	61	116	106	136	-12%	-9%	90%	-9%	28%	18%
ARRENDAMIENTOS	96	78	81	111	113	182	-19%	5%	37%	1%	62%	17%
CONTRIBUCIONES Y AFILIACIONES	0	0	2	3	3	2		843%	25%	0%	-20%	212%
SEGUROS	11	13	15	18	9	44	14%	13%	24%	-48%	365%	74%
SERVICIOS	252	258	196	187	289	286	3%	-24%	-4%	54%	-1%	6%
GASTOS LEGALES	8	6	2	3	2	30	-32%	-69%	58%	-26%	1338%	254%
MANTENIMIENTO Y REPARACIONES	19	26	25	27	34	49	37%	-3%	8%	26%	45%	22%
ADECUACIONES E INSTALACIONES	11	11	21	76	14	41	6%	82%	265%	-81%	189%	92%
GASTOS DE VIAJE	21	15	20	24	44	58	-30%	40%	17%	82%	33%	28%
DEPRECIACIONES	34	37	47	48	56	47	6%	29%	3%	16%	-16%	8%
DIVERSOS	137	137	126	153	178	180	0%	-8%	21%	16%	1%	6%
CARTERA CASTIGADA	26		32	49	45	49			56%	-9%	8%	18%
OPERACIONALES DE VENTAS	1,579	1,644	1,687	1,907	2,206	2,665	4%	3%	13%	16%	21%	11%
UTILIDAD OPERACIONAL	291	474	516	638	1,041	697	63%	9%	24%	63%	-33%	25%
FINANCIEROS	301	247	183	176	7	99	-18%	-26%	-4%	-96%	1257%	223%
UTILIDAD EN VENTA DE ACTIVOS	7				0	47						
RECUPERACIONES	4	4	14	8	30	11	-12%	289%	-39%	265%	-63%	88%
INDEMNIZACIONES	2	0	7	2	20	9	-74%	1567%	-69%	885%	-54%	451%
INGRESOS DE PERIODOS ANTER	4	0	0	4	1	1	-100%	414%	8218%	-86%	108%	1711%
DIVERSOS	0	19	1	14	23	1		-93%	955%	62%	-95%	207%
INGRESOS NO OPERACIONALES	318	270	204	205	81	169	-15%	-24%	0%	-60%	107%	2%
FINANCIEROS	89	103	102	108	162	174	16%	0%	5%	50%	7%	16%
GASTOS EXTRAORDINARIOS	41	64	16	0	1	1	59%	-75%	-100%		-49%	-41%
GASTOS DIVERSOS	4	5	2	32	40	33	40%	-70%	2001%	26%	-18%	396%
GASTOS NO OPERACIONALES	133	172	120	139	203	207	29%	-30%	16%	46%	2%	13%
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	475	572	600	703	919	659						
IMPUESTO DE RENTA Y CREE	195	228	229	293	326	267	17%	0%	28%	11%	-18%	8%
UTILIDAD DEL EJERCICIO	280	344	371	411	594	392	23%	8%	11%	45%	-34%	10%

Fuente: Elaboración propia, 2018.

Gráfico 5. Comportamiento del total de ingresos

Fuente: Elaboración propia, 2018.

Como se observa en el gráfico, los ingresos totales presentan un crecimiento continuo, en promedio han aumentado un 14% anual, originado principalmente por los ingresos operacionales en la venta de insumos, equipos de protección y elementos de seguridad en el trabajo, los cuales aumentaron para el año 2015 en un 20%, pasando de \$10.662 millones a \$12.794 millones. En el último año los ingresos operacionales tuvieron un incremento de 12,4%.

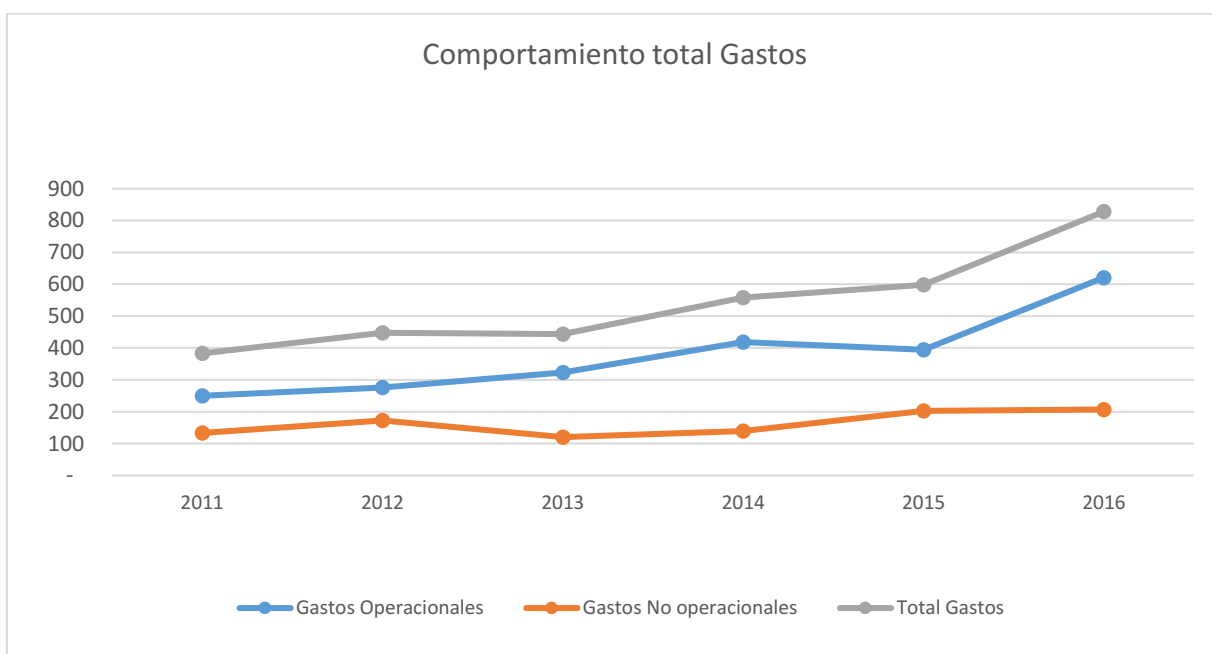
El comportamiento de los ingresos no operacionales han presentado fluctuaciones importantes con respecto al año 2013 y 2015, en los cuales se presentó una disminución del -24% y -60% respectivamente, debido a la disminución de los ingresos financieros, pasando de \$246 millones en el 2012 a 182 millones para el 2013 y \$175 millones en el 2014 a 7 millones para el año 2015.

Tabla 4. Parámetro de crecimiento: nuevos mercados/ mismos productos

Inputs Proyeccion	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Crecimiento en ventas		2.96%	10.27%	10.50%	20.00%	12.42%

Fuente: Elaboración propia, 2018.

La empresa definió como política de crecimiento una estrategia de nuevos mercados, mismos productos, que, según los datos históricos, ha sido benéfica para la empresa, ya que presenta una tendencia alcista, lo que ha permitido la apertura de nuevas sucursales, implementando el mismo parámetro de crecimiento.

Gráfico 6. Comportamiento del total de gastos

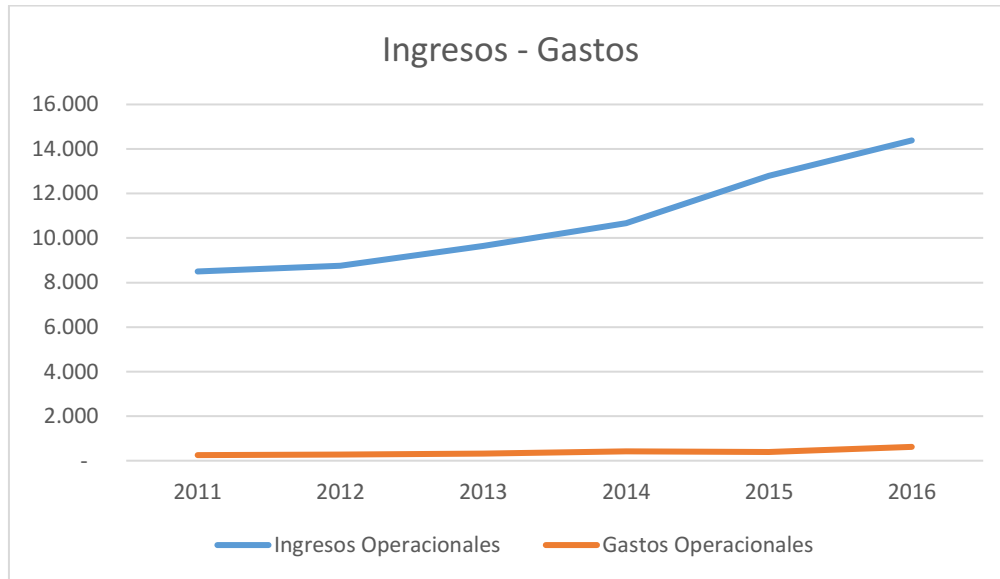
Fuente: Estados Financieros Enciso Ltda., 2017.

El gráfico 6 de los gastos muestra un comportamiento con tendencia alcista, creciendo en promedio el 15% anual; en el año 2016 se observa una variación importante, creciendo en un 27% con respecto al año anterior.

Los principales gastos que posee la compañía son incurridos en gastos de administración y de ventas (gastos de personal, honorarios, impuestos, arrendamientos y demás gastos generales), estos

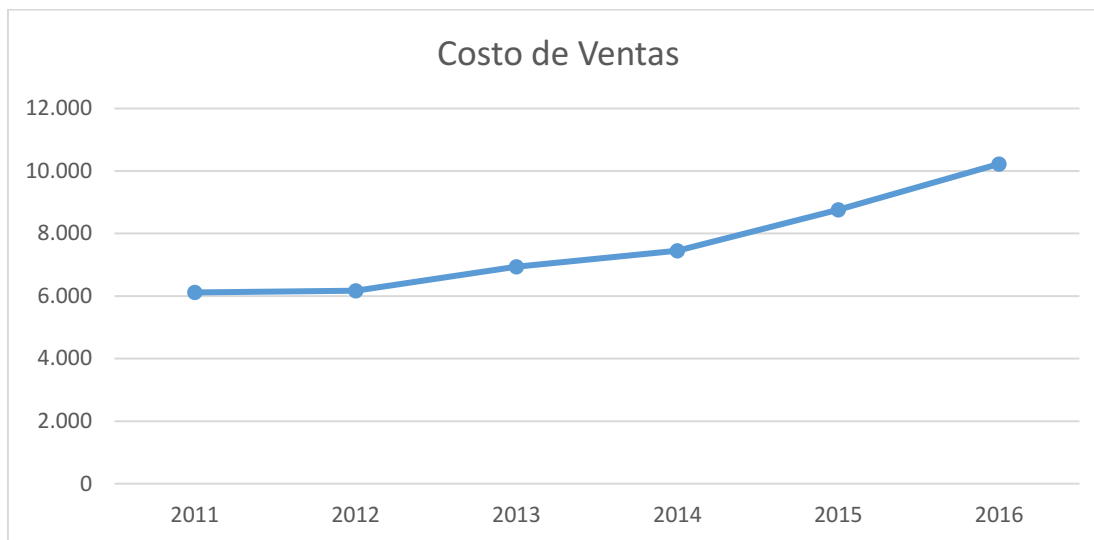
gastos incrementaron para el año 2016 en un 80%, con respecto al año anterior, generado principalmente por los gastos operativos, los cuales fueron de \$3.285 millones.

Gráfico 7. Correlación ingresos - gastos



Fuente: Elaboración propia, 2018.

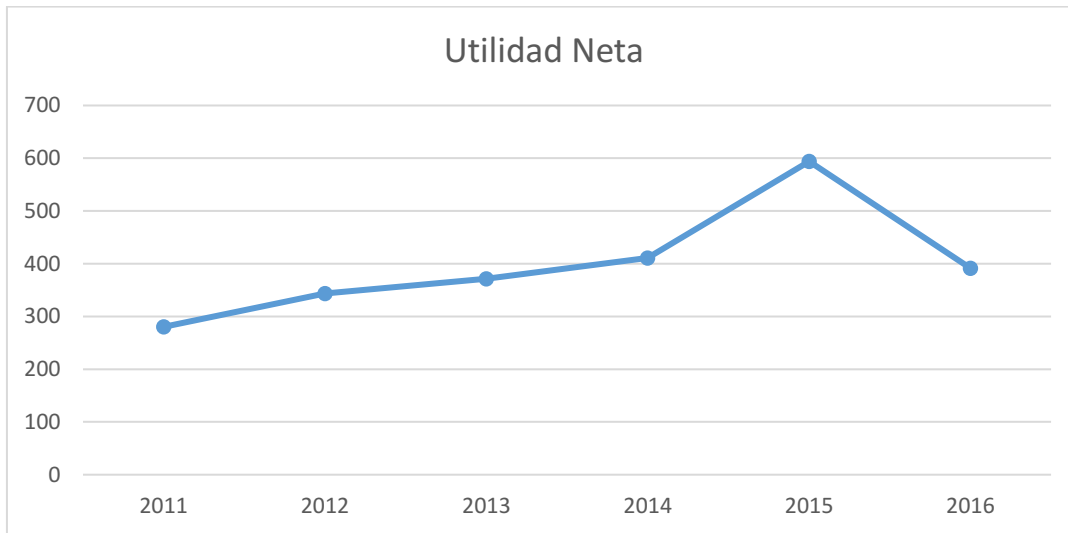
Si bien los ingresos operacionales muestran un crecimiento importante durante el tiempo analizado, se evidencia que los gastos operacionales han permanecido constantes, salvo para el año 2016, que presenta un leve incremento.

Gráfico 8. Comportamiento costo de ventas

Fuente: Elaboración propia, 2018.

El costo de ventas presenta un incremento importante para los años 2014, 2015 y 2016, con un crecimiento en promedio de 13,5% anual, la variación más significativa se presentó entre el año 2014 y 2015 creciendo en un 17,6%, aumentando a \$8.764 millones en el año 2015; estos costos de venta hacen referencia a los costos incurridos en la venta de los productos comercializados por la empresa. Para el año 2016 este rubro aumentó en un 16,7%, con respecto al año 2015, alcanzando los \$10.226 millones.

Si se comparan los ingresos con el costo de ventas, se puede decir que los ingresos crecieron en mayor proporción en los años 2012 (3%-1%), 2014 (11%-7%), y 2015 (20%-18%) y en menor 2013 (10%-13%) y 2016 (12%-17%), este último año generó un gran impacto en los resultados de la empresa, donde empezó a mostrar algunas falencias que tiene la empresa en el corto plazo; así también cambios fuertes en los gastos que incrementaron en un 57%, mostrando un drástica baja en las utilidades del 34%, siendo este el riesgo que tiene que soportar la empresa por la expansión y la búsqueda de nuevos mercados en otras ciudades y, de esta forma, tener una mejor rotación de los activos fijos y de la nueva inversión.

Gráfico 9. Comportamiento utilidad neta

Fuente: Elaboración propia, 2018.

La utilidad neta de la empresa muestra fluctuaciones importantes, debido que llega a su pico más alto en el año 2015, con \$593 millones, de forma opuesta presenta una caída drástica en el año 2016 con una utilidad de \$391 millones, con una disminución del -34% con respecto al año anterior.

La utilidad neta para el año 2016, en comparación con el año 2015, se debe al incremento en los gastos de personal y de arrendamiento, debido a la apertura de una nueva sucursal. Esto es natural cuando la empresa busca en el futuro consolidarse como empresa que presta servicios y productos en seguridad en el trabajo.

10.3 Análisis vertical balance general

Tabla 5. Análisis vertical balance general

BALANCE GENERAL - ENCISO LTDA							Análisis vertical						
	2,011	2,012	2,013	2,014	2,015	2,016	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Prom
ACTIVO													
ACTIVO CORRIENTE													
CAJA Y BANCOS	359	565	123	427	316	113	13%	17%	4%	10%	6%	2%	9%
INVERSIONES	39	54	72	10	1	1	1%	2%	2%	0%	0%	0%	1%
CLIENTES NACIONALES	1,229	1,179	1,774	1,930	1,817	2,247	46%	36%	54%	45%	36%	41%	43%
DEUDAS DE DIFÍCIL COBRO	90	91	91	92	168	168	3%	3%	3%	2%	3%	3%	3%
PROVISIÓN DE CARTERA	(76)	(76)	(93)	(99)	(88)	(137)	-3%	-2%	-3%	-2%	-2%	-2%	-2%
CUENTAS POR COBRAR A SOCIOS	30		55	0	0	0	1%	0%	2%	0%	0%	0%	0%
ANTICIPOS Y AVANCES	29	18		4	24	43	1%	1%	0%	0%	0%	1%	0%
DEPOSITOS PARA IMPORTACIONES		44	0	0	0	0	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
ANTICIPO DE IMPUESTOS Y CONTRIBUCIONES	36	240	46	15	369	51	1%	7%	1%	0%	7%	1%	3%
CUENTAS POR COBRAR A TRABAJADOR	15	7	12	10	19	24	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
DEUDORES VARIOS	1	2	0	0	0	4	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
INVENTARIO	833	997	1,045	1,810	2,241	2,567	31%	30%	32%	42%	44%	46%	38%
DIFERIDOS	17	23	31	0	25	51	1%	1%	1%	0%	0%	1%	1%
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	2,601	3,144	3,155	4,200	4,891	5,134	96%	96%	96%	97%	97%	93%	96%
PROPIEDAD, PLANTA Y EQUIPO													
EQUIPO DE OFICINA	81	81	87	128	144	223	3%	2%	3%	3%	3%	4%	3%
EQUIPO DE COMPUTACION Y COMUNIC	71	100	123	139	169	207	3%	3%	4%	3%	3%	4%	3%
FLOTA Y EQUIPO DE TRANSPORTE	176	198	192	192	232	331	7%	6%	6%	4%	5%	6%	6%
DEPRECIACIÓN ACUMULADA	(230)	(245)	(271)	(323)	(381)	(361)	-9%	-7%	-8%	-7%	-8%	-7%	-8%
TOTAL PROPIEDAD, PLANTA Y EQUIPO	97	134	131	136	165	401	4%	4%	4%	3%	3%	7%	4%
TOTAL ACTIVO	2,698	3,278	3,286	4,335	5,055	5,536	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
PASIVO													
PASIVO CORRIENTE													
OBLIGACIONES FINANCIERAS	233	172	49	196	169	391	9%	5%	1%	5%	3%	7%	5%
PROVEEDORES	532	520	655	1,142	1,036	1,116	20%	16%	20%	26%	20%	20%	20%
COSTOS Y GASTOS POR PAGAR	54	60	25	36	26	48	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
DEUDAS CON SOCIOS			1	0	60	0	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%
RETENCIÓN EN LA FUENTE DE RENTA	34	27	7	13	23	17	1%	1%	0%	0%	0%	0%	1%
RETENCIÓN EN LA FUENTE DEL CREE			3	6	7	7	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
RETENCIÓN EN LA FUENTE DE IVA			8	1	1	1	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
RETENCIÓN DE INDUSTRIA Y COMERCIO			1	1	1	0	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
RETENCIONES Y APORTES DE NOMINA	12	13	6	11	19	13	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ACREEDORES VARIOS	9	10	10	12	15	5	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
IMPUESTOS, GRAVAMENES Y TASAS	138	334	183	162	177	185	5%	10%	6%	4%	4%	3%	5%
OBLIGACIONES LABORALES	70	72	67	93	89	114	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
PASIVOS ESTIMADOS Y PROVISIONES				0	0	0	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ANTICIPOS Y AVANCES	16	45	16	19	37	71	1%	1%	0%	0%	1%	1%	1%
TOTAL PASIVO CORRIENTE	1,098	1,252	1,032	1,692	1,659	1,968	41%	38%	31%	39%	33%	36%	35%
PASIVO NO CORRIENTE													
OBLIGACIONES FINANCIERAS		82.9	66	44	34	144	0%	3%	2%	1%	1%	3%	1%
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	0	83	66	44	34	144	0%	3%	2%	1%	1%	3%	2%
TOTAL PASIVO	1,098	1,335	1,098	1,736	1,693	2,112	41%	41%	33%	40%	33%	38%	37%
PATRIMONIO													
CAPITAL SOCIAL	220	220	220	220	220	220	8%	7%	7%	5%	4%	4%	5%
RESERVAS LEGAL	167	201	220	220	220	220	6%	10%	7%	5%	4%	4%	6%
REVALORIZACIÓN	22	22	22	22	22	17	1%	1%	1%	0%	0%	0%	1%
RESULTADOS DE EJERCICIOS	280	309	353	411	919	392	10%	16%	11%	9%	18%	7%	12%
RESULTADOS DEL EJERCICIO ANTERIORES	911	1,191	1,374	1,727	1,982	2,575	34%	61%	42%	40%	39%	47%	46%
TOTAL PATRIMONIO	1,599	1,943	2,188	2,599	3,363	3,424	59%	59%	67%	60%	67%	62%	63%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	2,698	3,278	3,286	4,335	5,055	5,536							

Fuente: Elaboración propia, 2018.

Se evidencia que la estructura del activo se concentra en promedio en un 96% en los activos corrientes, notándose una alta representación en las cuentas por cobrar, con una participación del 41%, y en los inventarios con una participación de un 46% del total de los activos corrientes. Se debe analizar muy detenidamente las cuentas por cobrar por edades y clientes, para realizar una planificación o estructuración de plan de gestión de cobros más efectivos y, de esta misma forma, poder bajar las obligaciones financieras de corto plazo que crecieron en un 132%.

En los pasivos y el patrimonio y en la estructura financiera, se evidencia una equidad entre los socios y los terceros, puestos que los socios tienen en el 2016 un 62% y los pasivos un 38%. Esto quiere decir que la empresa utiliza recursos propios y de capital, para financiar las inversiones de activos fijos y los pagos de los proveedores.

La empresa ha manejado durante todos los años analizados la misma estructura del activo y de financiación. Las cuentas del pasivo de mayor participación son las obligaciones financieras de corto y largo plazo y los proveedores.

Hay que resaltar una cuenta del patrimonio que en el 2016 tiene una participación del 46%, dado que la empresa no reparte dividendos y de esta forma se capitaliza la misma, para que la lentitud del pago de las cuentas por cobrar no dañe la liquidez de la empresa.

10.4 Análisis vertical estado de resultados

Tabla 6. Análisis vertical estado de resultados

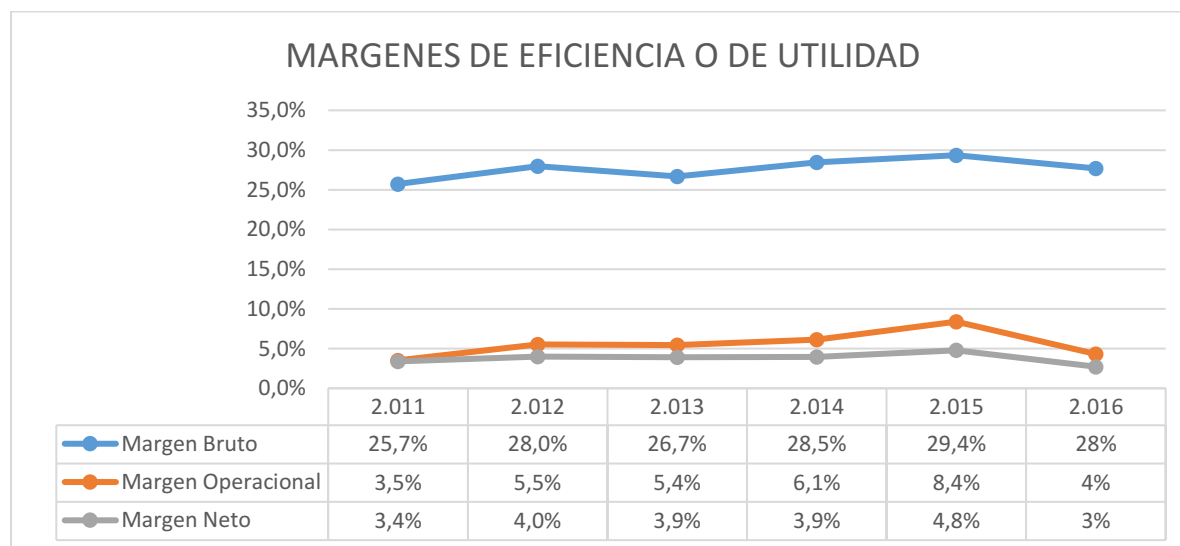
ESTADOS DE RESULTADOS - ENCISO LTDA							Análisis vertical						
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Prom
INGRESOS OPERACIONALES	8,499	8,750	9,649	10,662	12,795	14,384	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
DEVOLUCION DE VENTA	263	186	183	247	389	175	3%	2%	2%	2%	3%	1%	2%
COSTO DE VENTA	6,116	6,170	6,940	7,452	8,764	10,226	72%	71%	72%	70%	68%	71%	71%
UTILIDAD BRUTA OPERACIONAL	2,119	2,394	2,525	2,964	3,642	3,983	25%	27%	26%	28%	28%	28%	27%
GASTOS DE PERSONAL	141	152	182	246	275	423	2%	2%	2%	2%	2%	3%	2%
HONORARIOS	31	32	60	59	60	78	0%	0%	1%	1%	0%	1%	0%
IMPUESTOS	0	0	0	0	0	2	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ARRENDAMIENTOS	8	23	22	17	17	13	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
CONTRIBUCIONES Y AFILIACIONES	0	0	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
SEGUROS	2	7	6	38	7	7	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
SERVICIOS	6	13	8	14	21	17	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
GASTOS LEGALES	1	16	7	2	2	4	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
MANTENIMIENTO Y REPARACIONES	1	1	5	1	2	4	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ADECUACION E INSTALACIONES	0	1	4	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
GASTOS DE VIAJE	1	9	12	22	3	0	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
DEPRECIACIONES	55	7	4	4	3	54	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
DIVERSOS	3	15	14	16	5	17	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
OPERACIONALES DE ADMINISTRACION	250	276	323	419	395	621	3%	3%	3%	4%	3%	4%	3%
GASTOS DE PERSONAL	858	961	1,054	1,085	1,301	1,558	10%	11%	11%	10%	10%	11%	11%
HONORARIOS	29	36	4	6	12	2	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
IMPUESTOS	77	68	61	116	106	136	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
ARRENDAMIENTOS	96	78	81	111	113	182	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
CONTRIBUCIONES Y AFILIACIONES	0	0	2	3	3	2	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
SEGUROS	11	13	15	18	9	44	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
SERVICIOS	252	258	196	187	289	286	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%
GASTOS LEGALES	8	6	2	3	2	30	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
MANTENIMIENTO Y REPARACIONES	19	26	25	27	34	49	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ADECUACIONES E INSTALACIONES	11	11	21	76	14	41	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%
GASTOS DE VIAJE	21	15	20	24	44	58	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
DEPRECIACIONES	34	37	47	48	56	47	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
DIVERSOS	137	137	126	153	178	180	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
CARTERA CASTIGADA	26		32	49	45	49	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
OPERACIONALES DE VENTAS	1,579	1,644	1,687	1,907	2,206	2,665	19%	19%	17%	18%	17%	19%	18%
UTILIDAD OPERACIONAL	291	474	516	638	1,041	697	3%	5%	5%	6%	8%	5%	6%
FINANCIEROS	301	247	183	176	7	99	4%	3%	2%	2%	0%	1%	2%
UTILIDAD EN VENTA DE ACTIVOS	7				0	47	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
RECUPERACIONES	4	4	14	8	30	11	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
INDEMNIZACIONES	2	0	7	2	20	9	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
INGRESOS DE PERIODOS ANTER	4	0	0	4	1	1	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
DIVERSOS	0	19	1	14	23	1	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
INGRESOS NO OPERACIONALES	318	270	204	205	81	169	4%	3%	2%	2%	1%	1%	2%
FINANCIEROS	89	103	102	108	162	174	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
GASTOS EXTRAORDINARIOS	41	64	16	0	1	1	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
GASTOS DIVERSOS	4	5	2	32	40	33	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
GASTOS NO OPERACIONALES	133	172	120	139	203	207	2%	2%	1%	1%	2%	1%	2%
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	475	572	600	703	919	659							
IMPUESTO DE RENTA Y CREE	195	228	229	293	326	267	2%	3%	2%	3%	3%	2%	2%
UTILIDAD DEL EJERCICIO	280	344	371	411	594	392	3%	4%	4%	4%	5%	3%	4%

Fuente: Elaboración propia, 2018.

El costo de ventas se ha mantenido entre 25% y 27% durante los 6 años de estudio, a pesar del poco crecimiento de las ventas en el último año, la estructura de costos y gastos se han mantenido en un porcentaje muy similar, esto quiere decir que, a pesar de las nuevas inversiones en la búsqueda de nuevas sucursales, se ha mantenido un control o una optimización de los recursos para sostener una utilidad en el ejercicio.

10.5 Análisis de rentabilidad

Gráfico 10. Márgenes de eficiencia



Fuente: Elaboración propia, 2018.

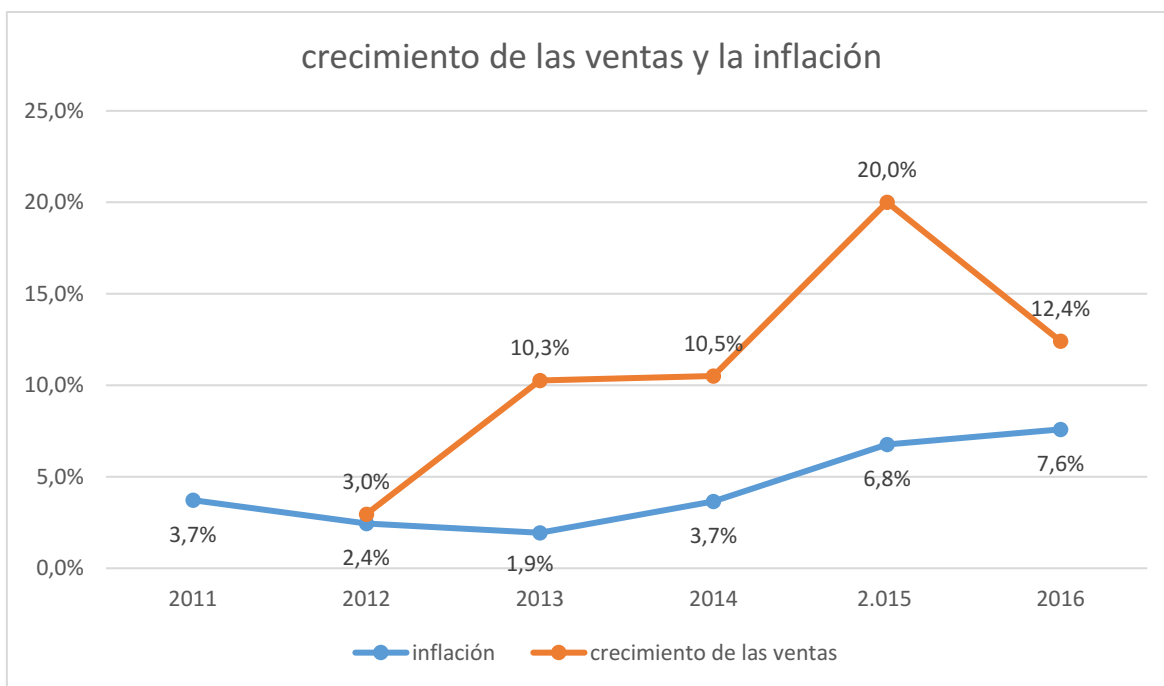
El gráfico 10 permite evidenciar que el comportamiento y la estructura de los gastos de administración y ventas han traído como consecuencia un aumento en la eficiencia financiera de la empresa, mostrando que la carga financiera mantiene una baja participación, así como los gastos operacionales; se observa la optimización de los costos operacionales del servicio, por el buen comportamiento de las ventas durante los 4 primeros años, en cambio, el crecimiento de 2015 fue de 19% y el 2016 de 14%.

El margen operativo de 2014 fue de 6,1% causado por los gastos operacionales, en cambio, en el 2015 este subió al 8,4%, por la optimización de costos y gastos, y el 2016 las ventas crecieron un

14% y los costos 17%, quedando el margen en un 4%. La empresa debe analizar las estrategias para capturar nuevos mercados y de esta forma optimizar los costos.

El margen neto ha tenido un comportamiento muy similar al margen operacional en el 2012, de 4%, 2013 del 3,9% el 2014 de 3,9%, 2015 del 4,8% y el 2016 de 3%, pero los gastos administrativos aumentaron un 22% y los de ventas un 11%.

Gráfico 11. Crecimiento de las ventas vs inflación



Fuente: Banco de la República, 2016 y autores, 2018.

Analizando el crecimiento de las ventas vs la inflación, se puede notar que ha tenido mejor tendencia la empresa, dando un margen de seguridad, por esta razón maneja una utilidad neta constante, a pesar de que el último año se obtuvo un bajo crecimiento, que pasó del 20% al 12,4%.

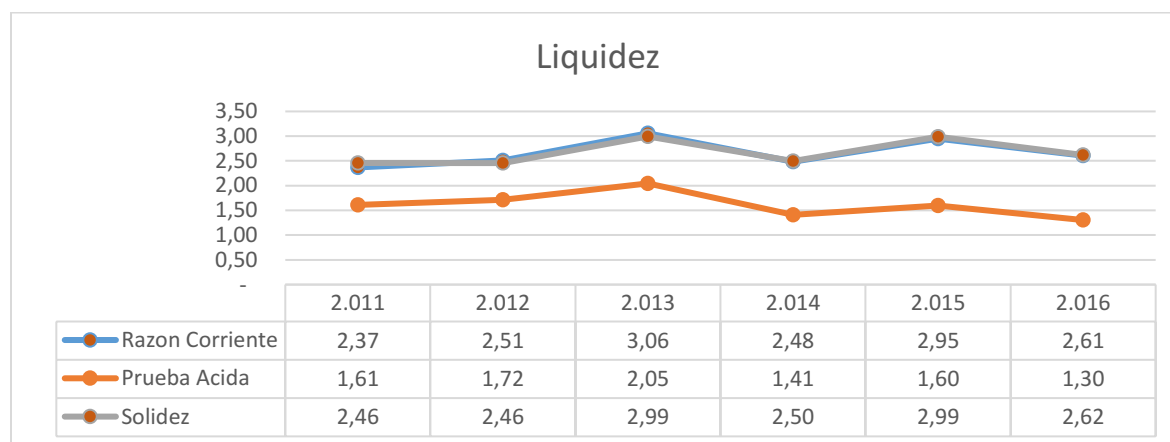
10.6 Liquidez

Estos indicadores sirven para evaluar la capacidad que tiene la empresa Enciso Ltda en cancelar sus obligaciones de corto plazo, establecer la viabilidad económica ante un eventual riesgo de

liquidez, dada la composición de estructura corriente para pagar sus pasivos corrientes, con el propósito de convertir a efectivo sus activos corrientes.

La empresa Enciso Ltda presentó una razón corriente en su pico más alto para el año 2015 de 2,95, y en su pico más bajo para el año 2012 de 2,37, para el año 2016 presenta una razón corriente de 2,61, indicando que por cada peso que debe la empresa en el corto plazo, cuenta con \$2,61 pesos para cubrir estas obligaciones. Este indicador se encuentra representado principalmente por el incremento de sus inventarios y aumento en sus cuentas por cobrar a clientes, los cuales pueden convertirse fácilmente en efectivo.

Gráfico 12. Indicadores de liquidez



Fuente: Elaboración propia, 2018.

Descontando de sus activos corrientes los inventarios, se evidencia que el índice de prueba ácida presenta una disminución desde el año 2014 y se puede considerar que la empresa Enciso Ltda apenas cuenta con los recursos mínimos para cubrir sus pasivos, ya que no guarda un margen amplio de seguridad de alguna reducción en el valor de los activos corrientes.

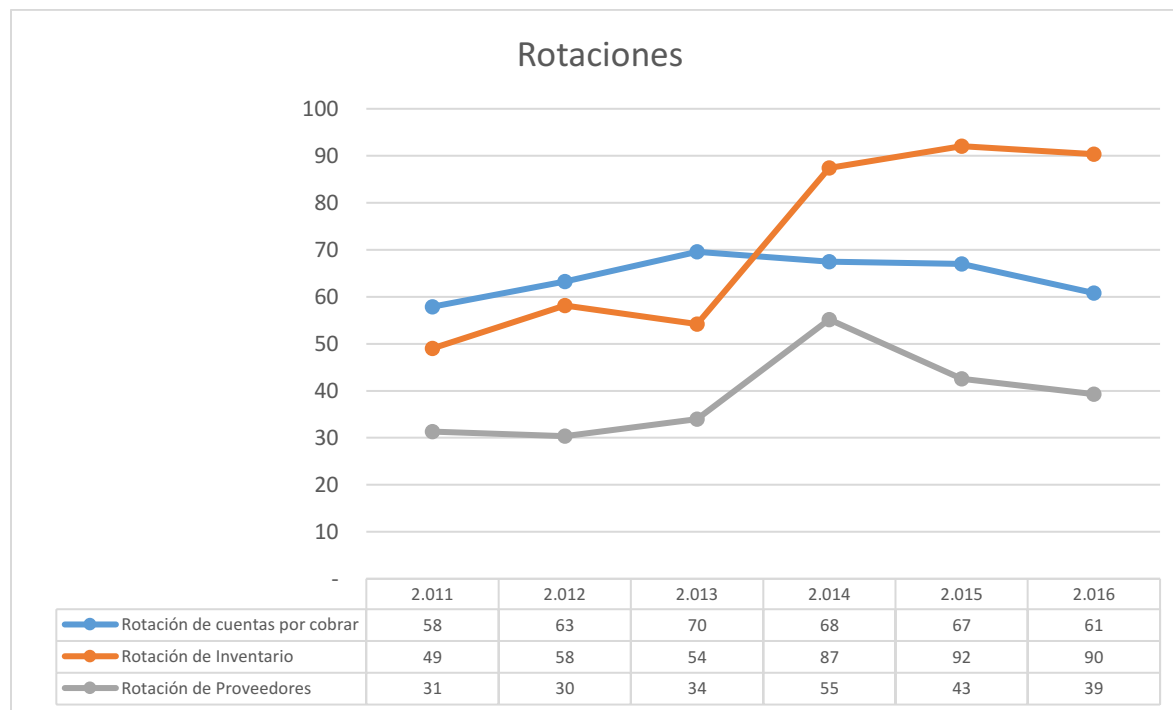
Desde este punto de vista, el inventario es uno de los activos más representativos de la compañía, seguido de la cuenta Deudores, la empresa compromete demasiados recursos en inventarios y cuentas por cobrar, bien sea por las características competitivas del sector en el que opera o por ineficiencias administrativas, poniendo en deterioro la rentabilidad de la empresa y un peligro en

su posición de liquidez, a pesar de que la empresa ha presentado un nivel de liquidez estable, en años específicos como 2013 y 2015.

Como conclusión, la empresa Enciso Ltda cuenta con un factor de liquidez bueno en los años analizados, es decir, que cuenta con la capacidad para cancelar sus obligaciones de corto plazo y también tiene facilidad para pagar sus pasivos con el producto de convertir a efectivo sus activos corrientes.

La empresa ha mantenido su liquidez año tras año, pero las cuentas por cobrar tienen una alta participación que, en algunas ocasiones, le muestra a la empresa que el disponible es bajo, ya que le están recargando a deudores e inventarios. Lo mejor es analizar detalladamente los deudores para saber su edad y calidad de ellos, para aprovisionarlos y de esta forma tener un valor real.

Gráfico 13. Rotaciones



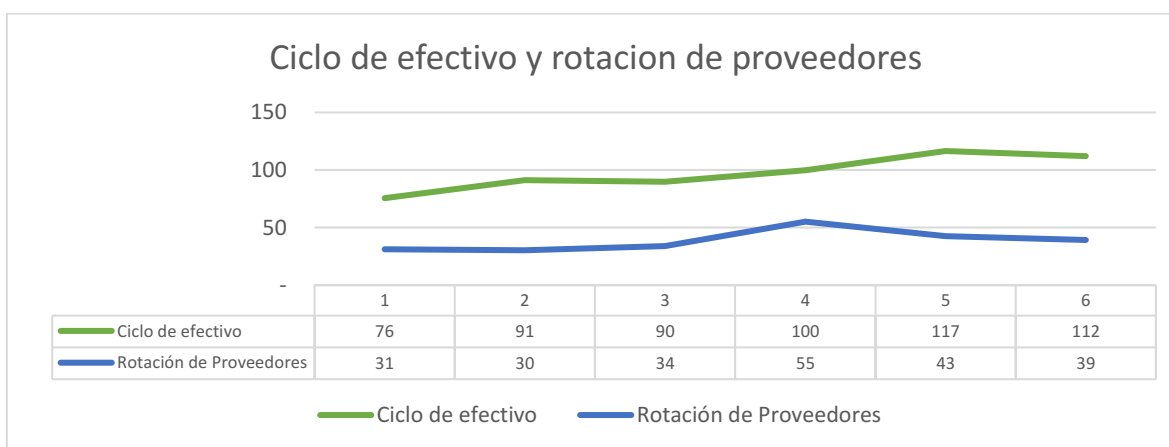
Fuente: Elaboración propia, 2018.

La empresa recupera su cartera en promedio en 64 días, y sus proveedores en 39 días, es decir, no se apalanca financieramente con sus proveedores, esto se ve en la concentración de deudas a corto

plazo y daña la generación de valor agregado; es necesario analizar las rotaciones de cuentas por cobrar e inventarios, porque esto puede deteriorar la rentabilidad y la liquidez, por los altos costos financieros que debe asumir para tener flujo de dinero para sus cuentas corrientes.

El inventario muestra una baja rotación en la comercialización de los productos, manejando un promedio de 72 días, evidenciando que hay una gran parte de los recursos de la empresa congelados en su inventario.

Gráfico 14. Ciclo de efectivo



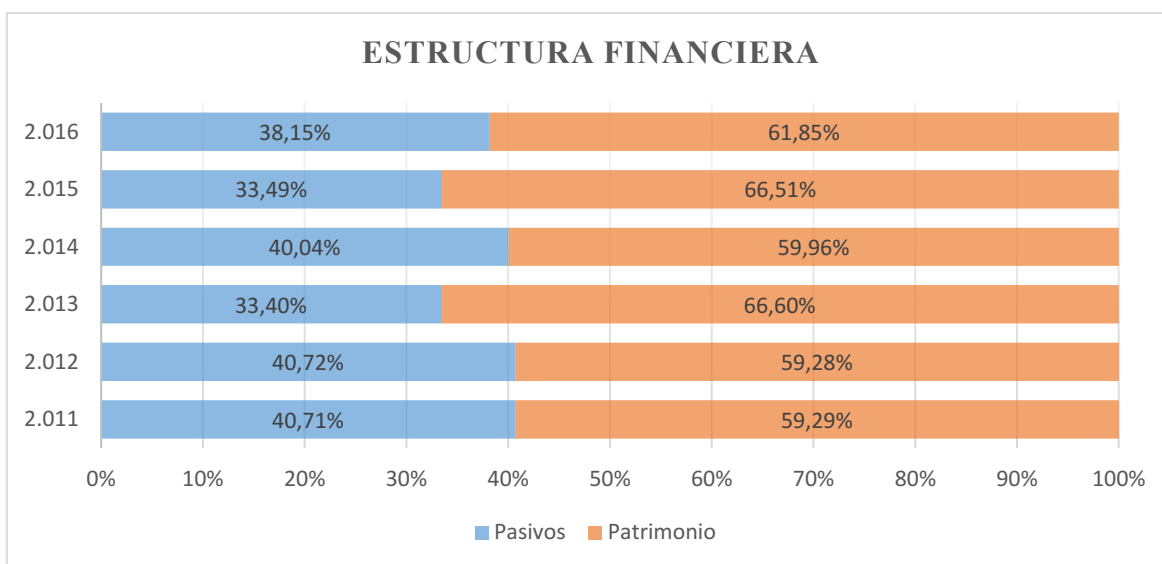
Fuente: Elaboración propia, 2018.

Lo anterior indica que para el año 2016, en la empresa Enciso trascurren 112 días entre el momento en que se invierten recursos en el proceso de inventario y gestión de cartera, hasta que se vuelve a recuperar este dinero, esto quiere decir que la empresa financia 112 días de su ciclo operativo, mientras los proveedores financian 39 días. Es necesario analizar el manejo de los proveedores, para que sea más equitativo con las cuentas por cobrar. De lo contrario, la empresa a futuro debe buscar constantemente recursos a corto plazo para pagar a sus proveedores, lo que aumenta los gastos financieros, la productividad y rentabilidad de la empresa, por una mala planeación en sus políticas de compra y venta.

10.7 Estructura financiera

Los indicadores de endeudamiento tienen por objeto medir en qué grado y de qué forma participan los acreedores dentro del financiamiento de la empresa, permitiendo evaluar el riesgo implícito en el mantenimiento de un determinado nivel de deuda y la capacidad de endeudamiento de la empresa.

Gráfico 15. Estructura financiera de Enciso



Fuente: Elaboración propia, 2018.

En cuanto a la estructura financiera, los socios participan en un 59,28% en el año 2012, en un 66,6% en el año 2013 y en un 59,96% en el año 2014, en un 66,51% en el año 2015 y en un 61,85% en el año 2016 para la inversión en activos, lo cual es mayor a la participación que tienen los acreedores; sería recomendable reducir las deudas de corto plazo, así la empresa tenga una estructura más fuerte y no tener una alta dependencia de los acreedores, para obtener liquidez en efectivo.

10.8 EBITDA y margen EBITDA

“El EBITDA significa el valor de la utilidad operacional de la empresa en términos de efectivo” (Anaya, 2011, pág. 210), es decir, una vez descontadas las generaciones internas de fondos, por

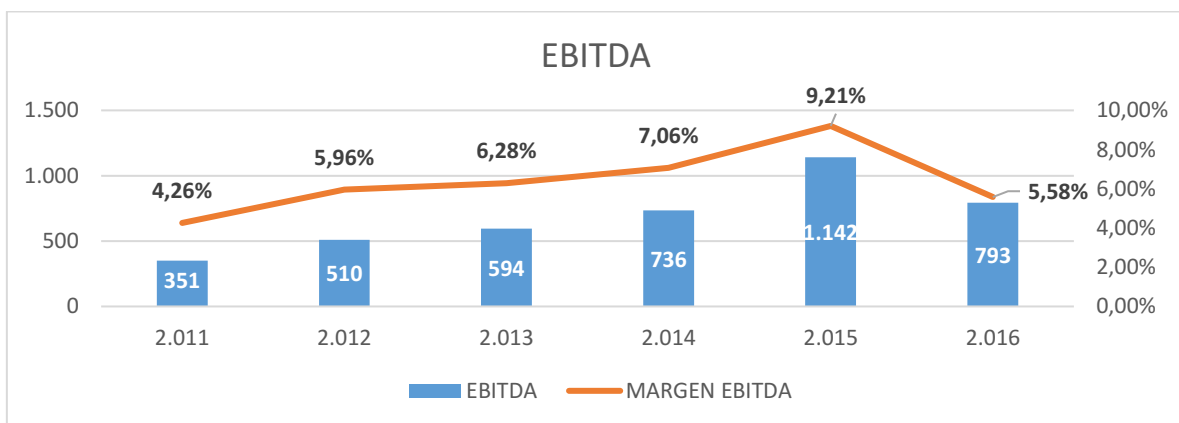
no representar salidas de efectivo (Earning before interest and taxes, depreciation and amortization).

Tabla 7. Margen EBITDA

EBITDA	2.011	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016
Utilidad operacional	291	474	516	638	1.041	697
Depreciación	34	37	47	48	56	47
Diferidos	26	0	32	49	45	49
EBITDA	351	510	594	736	1.142	793
Margen EBITDA	4,26%	5,96%	6,28%	7,06%	9,21%	5,58%

Fuente: Elaboración propia, 2018.

Gráfico 16. EBITDA



Fuente: Elaboración propia, 2018.

El EBITDA es de \$736 millones en el 2014, \$1.142 millones en el 2015 y \$793 millones en el 2016, se aumentó la capacidad de generar efectivo, quedando para pagar impuestos, realizar inversiones, atender la deuda y pagar dividendos.

Margen EBITDA del 7,06% en 2014, 9,21% en el 2015 y 5,58% en el 2016 en las ventas, se da un incremento del 19% en el 2015 y de 14% en el 2016 de las ventas, lo que muestra, que, desde el punto de vista operativo, es buena la gestión que se está realizando, pues la empresa cada vez

dispone de más cantidad de efectivo, aunque en el 2016 bajó un poco por el crecimiento de los costos (17%) y gastos operacionales (57%).

La empresa debe implementar estrategias y gestión de gastos de administración y ventas, con el objetivo de estabilizar sus gastos operacionales y lograr así el crecimiento del EBITDA.

10.9 Productividad del capital de trabajo

“La productividad del capital de trabajo, PKT, refleja lo que una empresa debe mantener invertido en capital de trabajo por cada peso en ventas, lo cual refleja la eficiencia con la que son aprovechados los recursos corrientes de la empresa” (García, 2003, p. 19).

Tabla 8. Productividad del capital de trabajo

	2.011	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016
Ventas	8,235	8,564	9,466	10,416	12,406	14,209
Caja y Banco	359	565	123	426	315	113
cuentas por cobrar	1,324	1,505	1,829	1,953	2,309	2,401
Inventario	833	997	1,045	1,810	2,241	2,567
KT Operativo	2,516	3,067	2,997	4,189	4,865	5,081
Pasivos Corrientes operativos	333	560	327	353	394	461
cuentas por pagar	532	520	655	1,142	1,036	1,116
KTNO	1,652	1,987	2,015	2,694	3,435	3,504
PKT	20%	23%	21%	26%	28%	25%

Fuente: Elaboración propia, 2018.

La empresa Enciso presenta dificultades en el manejo de la gestión de cartera, así como en la rotación de sus inventarios, la productividad del capital de trabajo no es buena, porque la empresa en promedio necesita el 23% en KTNO para sostener las ventas.

Esto quiere decir que el EBITDA está creciendo en menor proporción que la productividad del capital de trabajo, la empresa está necesitando más caja para realizar sus ventas, esto afecta la generación de valor, porque el dinero está improductivo y aumentando las obligaciones de corto plazo, porque el ciclo de efectivo es muy lento para generar dinero.

La empresa tiene un margen EBITDA bueno con tendencia a la baja y el indicador de la productividad del capital de trabajo hacia el alza, lo que indica que cada año necesita más capital de trabajo para financiar su flujo de caja, para esto se debe repartir utilidades o disminuir deudas, esto puede afectar en el futuro de la empresa por fallas en la administración de la cartera.

10.10 Valor económico agregado EVA

El EVA (Economic Value Added), como expresa Anaya (2011), es una metodología que toca de modo fundamental con los intereses de los inversionistas, siendo ellos los más interesados en que su resultado sea positivo, esto indica que la empresa no solo remunere lo mínimo exigido, sino que produzca un valor agregado adicional.

Tabla 9. EVA 2011 - 2016

	2.011	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016
UO	291	474	516	638	1.041	697
UODI	192	313	340	421	687	460
Activo Totales	1.627	1.789	2.294	2.733	3.187	4.100
Costo De Capital	9,0%	9,1%	9,5%	9,3%	9,5%	9,0%
Activo Totales *Costo De Capital	147	163	219	255	303	369
Eva	44,6	149,5	121,6	166,2	384,4	91,3

Fuente: Elaboración propia, 2018.

Esto se puede observar en el EBITDA, que muestra una aceptable eficiencia del desempeño operacional de Enciso, que oscila entre 4,26% y 9%.

En cambio, en el EVA, muestra una eficiencia operativa que en los 4 primeros años fue positiva, y creciendo años tras año. En cambio, en el 2016, bajó considerablemente al pasar de 384 a 91,3.

Se puede decir que el buen desempeño que tiene para manejar el flujo de caja le ha dado a la empresa un garante para mejorar su eficiencia administrativa y operativa, buscando nuevas inversiones físicas que le ayuden a mejorar su productividad, en búsqueda de tener buenos resultados de rentabilidad.

Con base en lo anterior, se recomienda que las estrategias utilizadas para la captura de nuevos clientes sean evaluadas por medio de indicadores de gestión y, de esta forma, evaluar la eficiencia de las actividades administrativas y de ventas.

Así también, para que el flujo de efectivo tenga un buen desempeño y buenos recursos para las inversiones, es necesario tener un control sobre el cobro de las cuentas de los clientes y establecer nuevas políticas, buscando efectividad en los pagos.

10.11 Análisis financiero del sector y principales competidores

Para el análisis del sector y la competencia, se tomaron en cuenta 5 compañías con niveles de activos promedio similares, para esto se tomaron como referencia los indicadores de eficiencia (margen bruto, operacional y neto), donde se puede observar que Enciso Ltda., presenta indicadores por debajo del promedio y tiene una posición desfavorable frente a la competencia.

Tabla 10. Competidores, márgenes de eficiencia

Empresas	Margen bruto	Margen operacional	Margen neto
DISTRIBUIDORA INDUSTRIAL GODOY S A S	34%	4.10%	2.70%
ENCISO LTDA.	29%	7.40%	4.80%
HERNANDO OROZCO Y CIA S A S	27%	1.20%	0.80%
INGENIERÍA Y REPRESENTACIONES S. A	31%	1.80%	1.00%
NÉSTOR BRAVO S.A.	26%	7.60%	4.90%
PROMEDIO	29.52%	4.42%	2.84%

Fuente: Elaboración propia, 2018.

El margen bruto en la mayoría de las empresas es satisfactorio, con un rango entre el 26% y 37%, dando un promedio de 29,52% de las empresas analizadas, lo que quiere decir que se manejan una similitud en los costos operacionales de los servicios o productos vendidos. En cambio, en el

margen operacional, se evidencia que no hay proporción similar entre las empresas de análisis, presentando un rango que va desde el 1,2% a 7,6%, como es el caso de la empresa Hernando Orozco y CIA SAS, con un margen operacional de 1,8% inferior al promedio (4,42%), en el cual está el sector. Esto se debe a que algunas empresas no controlan muy bien sus gastos operacionales, y es ahí donde se refleja la sensibilidad en su operación o no son efectivas las estrategias utilizadas para captar nuevos clientes y, de esta manera, mantener un crecimiento constante o ascendente.

Se observa que la empresa Enciso Ltda., al igual que la empresa Néstor Bravo S.A., tienen similitud en sus márgenes de operación de 7,4% y 7,6% y un margen neto de 4,8% y 4,9% respectivamente, siendo estas dos compañías las que presentan mejor eficiencia en el manejo de sus recursos, optimizando su rentabilidad y, de esta forma, mejorando las expectativas de crecimiento y permanencia en el mercado.

Tabla 11. Competidores, crecimiento de las ventas de 2011-2015

	2012 -2013	2013 -2014	2014 -2015
DISTRIBUIDORA INDUSTRIAL GODOY S A S	3%	8%	15%
ENCISO LTDA.	11%	10%	19%
HERNANDO OROZCO Y CIA S A S	26%	16%	-18%
INGENIERÍA Y REPRESENTACIONES S. A	5%	-1%	-4%
NÉSTOR BRAVO S.A.	5%	16%	4%
PROMEDIO	10%	10%	3%

Fuente: Elaboración propia, 2018.

En los dos primeros años la empresa Enciso Limitada tuvo un crecimiento en las ventas, mayor que el promedio del sector, pero en el 2015 mejoraron notoriamente con un incremento del 19%, y el sector en un promedio de 3%, las demás empresas tuvieron un buen comportamiento, salvo la Empresa Ingeniería y Representaciones S.A., que presenta una disminución en las ventas del -4% para el año 2015, lo que quiere decir que las estrategias utilizadas en su operación no fueron efectivas.

Tabla 12. Total activo vs ingresos de los competidores

Empresas	Total Activo	Ingresos
ENCISO LTDA.	5,523,320	12,406,022
NÉSTOR BRAVO S.A.	5,986,408	8,734,827
INGENIERÍA Y REPRESENTACIONES S. A	6,259,626	6,608,749
DISTRIBUIDORA INDUSTRIAL GODOY S A S	6,432,260	6,109,129
HERNANDO OROZCO Y CIA S A S	6,830,449	7,791,104
Promedio	6,206,413	8,329,966
Max	6,830,449	12,406,022
Min	5.523.320	6.109.129

Fuente: Elaboración propia, 2018.

La empresa Enciso Ltda es la primera empresa del sector entre las empresas analizadas, la cual generó ingresos por más de 12 mil millones, duplicando el valor total de sus activos, con una utilidad neta del 4,8%, esto quiere decir, que genera mejor optimización de los costos y gastos en el desarrollo de su operación, buscando así posicionarse como la mejor empresa del país en temas de seguridad industrial.

El mayor competidor para la empresa Enciso Ltda es la empresa Néstor Bravo S.A., ésta posee una cantidad de activos similar, generando el 70% del total de los ingresos de Enciso Ltda., con una utilidad neta del 4,9%, un punto porcentual por encima del rendimiento obtenido por Enciso Ltda.

11. Presentación y análisis de los resultados

La proyección se realizó para el periodo 2016-2021, teniendo como base las ventas y los proyectos que se tienen. Un factor determinante al momento de realizar una valoración es la tasa de descuento a utilizar, la cual, en este caso, está enmarcada en la tasa financiera de la banca hipotecaria que atiende a la compañía, debido a que la composición de su deuda es 4,67% de la balanza entre deuda/equity. Es importante destacar que la tasa de interés a la que es financiada es relativamente baja, no solo frente al mercado mismo, sino frente a la banca en general.

12. Proyección

Se realizó análisis del comportamiento en la evolución histórica de las ventas en las empresas del sector, en este análisis se determinó que el incremento anual promedio en los últimos 3 años muestra una tendencia a la baja, mientras que el incremento anual promedio de Enciso Ltda es del 13,3%, superior al incremento anual promedio del sector, que es del 7,06%.

Teniendo en cuenta el comportamiento observado anteriormente, se proyectaron los ingresos con una tendencia a la baja en forma gradual, buscando que el promedio de los años proyectados fuera similar al comportamiento del sector. Para al año 2015, en relación con el año 2014, el incremento del sector fue del 3% y teniendo en cuenta que la empresa enciso Ltda muestra ingresos superiores a los del sector, la proyección para los años del 2019 al 2021, se disminuyeron en 1% para estabilizar en forma gradual la tendencia que muestra el sector, que es a disminuir.

Con la información anterior de las ventas y las variables macroeconómicas, se realizaron las proyecciones de costos y gastos del estado resultados y el balance general.

Tabla 13. Variables macroeconómicas

	2016	2017py	2018py	2019py	2020py	2021py
Crecimiento del PIB (var % anual)	2,0%	2,0%	2,8%	3,5%	4,2%	3,7%
Tasa de desempleo urbano	9,9%	10,3%	10,8%	10,8%	10,8%	11,4%
Inflación al consumidor (var.% anual)	5,8%	4,2%	3,5%	3,6%	3,4%	3,2%
DTF 90 días (% anual. Fin de año)	6,8%	6,0%	5,3%	5,0%	4,8%	4,8%
Tasa de cambio USDCOP (fin de año)	3001	2980	2710	2650	2600	2580
Devaluación nominal (% Promedio año)	11,2%	-4,9%	-0,7%	0,0%	-2,4%	-1,8%

Fuente: Grupo Bancolombia, 2017.

Para las proyecciones financieras se utilizaron estas variables macroeconómicas, el PIB sirve para establecer el crecimiento de las ventas, así como la inflación, estableciendo un interés real, aunque se puede tomar en cuenta la devaluación por las compras de algunos productos en el exterior, así como la tasa de cambio, un indicador indispensable para pagar a los proveedores internacionales. La inflación en los últimos tiempos tiene tendencia a la baja, aunque la tasa de cambio muestra mucha estabilidad por los cambios fuertes de las políticas y del petróleo en Estados Unidos.

El DTF va muy ligado a la tasa de intermediación con los bancos, y como la inflación ha bajado, hay menos peligro de aumento desproporcionado de los productos de la canasta familiar, lo cual hace que esta tasa disminuya y el DTF maneje una tendencia a la baja.

12.1 Costo de capital

Tabla 14. Costo de capital (WACC)

	2.017	2.018	2.019	2.020	2.021
Tasa libre de riesgo (RF)	6,88%	6,88%	6,88%	6,88%	6,88%
Beta	0,9760	0,9760	0,9760	0,9760	0,9760
Rendimiento del mercado	11,47%	11,47%	11,47%	11,47%	11,47%
Riesgo País	1,89%	1,89%	1,89%	1,89%	1,89%
Ku(US\$)	13,25%	13,25%	13,25%	13,25%	13,25%
Devaluación	-3,30%	-0,30%	-2,10%	-2,80%	-1,80%
Ku(\$)	9,51%	12,91%	10,87%	10,08%	11,21%
%Dt-1	4,67%	3,71%	2,72%	1,83%	0,92%
E%t-1	95,33%	96,29%	97,28%	98,17%	99,08%
Kd	15,60%	14,18%	14,18%	14,18%	13,81%
Ke	9,2%	12,9%	10,8%	10,0%	11,2%
WACC	9,26%	12,73%	10,74%	9,99%	11,17%

Fuente: Elaboración propia, 2018.

$$\text{Ecuación 3. WACC: } WACC = \left[Ke * \frac{P}{D + E} \right] + \left[Kd * (1 - T) * \frac{D}{D + P} \right]$$

WACC: Capital o costo promedio ponderado de capital.

KE: costo del patrimonio

P/D+E: Participación del patrimonio en el total del financiamiento de la compañía, compuesto por deuda y capital.

KD: Costo de la deuda

T: Tasa de impuestos

D/D+P: Participación de la deuda en el total del financiamiento de la compañía, compuesto por deuda y capital.

12.2 Valoraciones

La valoración de Enciso se realizó con los modelos de Flujo de Caja Descontado (FCD) y MVA (descuento de EVAS), buscando modelar los mismos, de manera que se facilite su uso, de tal forma que otra compañía del sector que decida utilizarlo, lo haga de una manera sencilla.

12.2.1 Valoración FCL

En el flujo de caja libre es necesario tener la información sobre el estado de resultados proyectado. A la utilidad operativa después de impuestos se le suma la depreciación, los diferidos y el beneficio tributario, esto da el flujo de caja bruto.

Al flujo de caja bruto se le resta la inversión del capital de trabajo, se suma o se resta la inversión del activo fijo, dando como resultado el flujo de caja libre.

Este valor del flujo de caja libre de cada año se le descuenta el costo de capital y da el valor presente, se suma el valor de continuidad y da el valor de las operaciones.

Al valor de las operaciones se le suma los diferidos, las inversiones permanentes y se le resta las obligaciones de corto y largo plazo, cuentas por pagar y da como resultado el valor patrimonial o de la empresa.

Esta metodología es la más utilizada por las empresas, porque tiene un vínculo directo con las operaciones de la misma.

Este método de valoración contiene tres elementos fundamentales, los cuales se describen así:

Flujo futuro de caja: mide la liquidez de una empresa en un periodo determinado, con la cuantificación de los ingresos y los egresos que se esperan obtener en el momento en el que realmente son percibidos o pagados por la empresa.

“El valor terminal viene a ser el resultado de descontar los flujos de caja generados por la empresa al finalizar el escenario de proyección y hasta el infinito” (Barrios, 2013, p. 15).

Valor de continuidad, residual o terminal: corresponde a valorar la empresa en su último periodo de proyección, con el fin de que refleje el crecimiento de la empresa a perpetuidad; esto dividiéndolo por el costo de capital menos el crecimiento de la empresa del último año, después de tener este valor se lleva hasta el 2017, dando como resultado el valor presente de continuidad.

Tasa de descuento: es el costo que asume una empresa por la obtención de recursos que serán utilizados en la inversión de su operación.

Para la valoración de la empresa Enciso Limitada se tomó esta estimación de valor de continuidad, porque nos permite comprender el valor de la empresa, más allá del periodo proyectado explícito, ya que, a través de éste, permite sensibilizar el futuro de la empresa de forma dinámica; con la ayuda de variables como el costo de capital y crecimiento de la empresa, se elaboraron supuestos de comportamientos a perpetuidad.

Estas variables contribuyen a definir el valor de continuidad, una de ellas es el costo de capital (WACC), que determina lo que se debe pagar por las fuentes de financiación, como son los pasivos y el patrimonio; la otra es el crecimiento de la empresa que involucra factores operacionales, como las ventas y variables macroeconómicas como la inflación y el PIB.

Tabla 15. Valoración FCL

	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020	2.021
FLUJO DE CAJA LIBRE		219	426	617	505	628
Crecimiento del FCL			94,29%	45,01%	-18,23%	24,33%
Tasa de Crecimiento		8,3%	6,0%	4,3%	8,6%	7,0%
WACC cada Período		9,26%	12,73%	10,74%	9,99%	11,17%
VPN del FCL	201	335	455	345	370	8
Sumatoria VPN Flujo de caja libre	1.712					
Valor de continuidad						\$16.262
VPN del valor de continuidad	9.751	10.654	12.011	13.300	14.629	16.262
	Valoración					
VP Flujo de caja libre	1.712					
Vp de continuidad	9.751					
VR operaciones	11.463					
Más inversiones permanentes	1					
Más diferidos	51					
Más deudores a largo plazo	-					
Menos pasivos financieros CP y LP	(535)					
Menos cuentas por pagar a largo plazo	-					
Menos obligaciones laborales a largo plazo	-					
VALOR PATRIMONIAL	10.981					

Fuente: Elaboración propia, 2018.

El valor obtenido para Enciso es de \$10.981 millones, considerando los beneficios y las expectativas futuras.

12.2.2 Valoración por EVA

Valorar la empresa con esta metodología consiste en descontar los EVAs futuros con el costo de capital de este valor: Valor Agregado de Mercado (MCA), a este se le suman los activos netos de operación, después se resta o suma otros valores como las inversiones permanentes, las obligaciones financieras, las cuentas por pagar, los diferidos, entre otros valores, obteniendo el

valor de la empresa. Ambas metodologías: Flujo de Caja Libre Descontado y EVA producen el mismo resultado.

Tabla 16. Valoración EVA

		2.017	2.018	2.019	2.020	2.021
EVA		180	139	328	440	418
Crecimiento del EVA			-22,47%	135,48%	34,13%	-5,06%
Tasa de Crecimiento		8,26%	5,96%	4,29%	8,61%	7,04%
WACC cada Período		9,26%	12,73%	10,74%	9,99%	11,17%
VPN del EVA	165	110	242	301	246	-
VPN del EVA	1.063					
	Valoración					
Valor de continuidad EVA						10.830
VPN del valor del EVA	6.494	7.095	7.998	8.857	9.742	10.830
VP Eva	1.063					
MVA	7.557					
Activos netos de operación 2016	3.907					
VR operaciones	11.463					
Más inversiones permanentes	1					
Más diferidos	51					
Más deudores a largo plazo	-					
Menos pasivos financieros CP y LP	(535)					
Menos cuentas por pagar a largo plazo	-					
Menos obligaciones laborales a largo plazo						
VALOR PATRIMONIAL	10.981					

Fuente: Elaboración propia, 2018.

A través de la valoración por método del EVA, se obtiene que la empresa para el año 2017 tiene un valor de \$10.981 millones de pesos, lo cual permite constatar que ambas metodologías llegan al mismo resultado.

13. Conclusiones

El éxito de Enciso es la calidad, productos y servicios prestados, así como también la cobertura de éstos en varias ciudades, y este logro se debe a la minimización de la cartera improductiva e igualar o mejorar los ratios de morosidad.

Para que la empresa tenga un crecimiento óptimo en las ventas, debe definir políticas de recuperación de cartera y en la administración de los inventarios, para mantener niveles bajos; de esta forma, se requiere menos capital de trabajo para financiar las ventas.

El sector de la seguridad industrial en este tiempo ha ido evolucionado, porque las empresas deben tener una estructura organizacional sobre ésta, para que sus empleados tengan todos los implementos y adecuaciones necesarias para prevenir accidentes laborales; por esta razón ha aumentado la demanda de este servicio y cada vez se tecnifican más para liderar el mercado.

La diversificación y expansión de sus productos ha permitido que cada año mejore la rentabilidad de la operación, los niveles de liquidez y la generación de recursos, para cubrir los costos operacionales, gastos de administración y costo del capital invertido.

Para el estudio se utiliza la valoración por flujo de caja libre descontado y por el EVA, los cuales miden la capacidad que tiene la empresa para generar dinero, para cubrir sus fondos operacionales y la de los inversionistas, ese valor fue de \$10.981 millones de pesos.

14. Recomendaciones

Con base en la información derivada de este trabajo, se recomienda a la empresa:

- Implementar metodologías que hagan más efectiva la gestión de cobro para los clientes, de tal manera que la cartera tenga una óptima rotación, minimizando a su vez el riesgo de incobrabilidad o pérdida de los valores.

- Sería pertinente que la empresa estructure en el departamento de finanzas el pago de los dividendos, para garantizar a los accionistas la generación de valor de sus negocios.

- Realizar una distribución de las utilidades generadas entre los socios; o reinvertir estos excedentes con una inversión en bodega o locales, para el funcionamiento de los puntos de ventas, optimizando gastos fijos en el arrendamiento de los inmuebles.

- Es evidente que las empresas pertenecientes a este sector manejan niveles de inventario muy altos, sin embargo, es importante revisar el manejo de éstos, con el fin de no tener grandes volúmenes que generen sobrecostos y que puedan conllevar a la pérdida de material por un almacenaje erróneo; se debe trazar una estrategia que permita el incremento de la rotación de los inventarios.

- Es importante que se generen políticas para la buena gestión de cartera, ya que el financiamiento debería estar enfocado en el crecimiento de la empresa y no en el apalancamiento de los clientes, desventaja que presenta con respecto a la gestión de las cuentas por cobrar a clientes, que es menos acelerada que la rotación de proveedores; estos plazos deben ser inferiores a los que otorgan los proveedores a la empresa, con el fin que el financiamiento sea por medio de los proveedores, quienes no cobran intereses por la deuda.

- Vigilar y controlar los costos y gastos, implementando nuevas políticas de ahorro, que sigan contribuyendo al eficiente manejo de los recursos y permita alcanzar un nivel de utilidad que satisfaga los objetivos de la empresa.

Referencias

- Adam Siade, J. A. (2005). Los métodos de valuación de empresas y su relación con la capacidad de las organizaciones para generar valor. *Contaduría y Administración*, (217), septiembre-diciembre.
- Anaya, H. O. (2011). *Análisis financiero aplicado y principios de la administración financiera*. Bogotá: Nomos Impresores.
- Banco de la República (2014). *Diccionario Financiero y Económico*. Bogotá: Banco de la República.
- Banco de la República (octubre de 2017). *TES pesos*. Recuperado el 25 de noviembre de 2017, de www.banrep.gov.co: <http://www.banrep.gov.co/es/tes-pesos>
- Bancolombia, G. (2017). *Tasa de desempleo*. Bogotá: Bancolombia.
- Chu, M. (2011). *La creación de valor en las finanzas: mitos y paradigmas*. Lima, Peru: Editorial Lima.
- Contreras, R. (2014). *Valoración compañía de cervecerías unidad SA mediante método de flujo de caja descontado (FDC)*. Santiago de Chile: Universidad de Chile.
- Córdoba, M. (2012). *Gestión Financiera*. Bogotá D.C. Colombia: Gestión Financiera.
- Empresa Actual (24 de mayo de 2016). *Qué es el WACC y para qué sirve*. Recuperado el 11 de marzo de 2018, de www.empresaactual.com: <https://www.empresaactual.com/el-wacc/>
- Enciso (2017). *Informe general*. Manizales: Enciso.
- Fernández, P. (2000). *Creación de valor para los accionistas*. Barcelona: Editorial Gestión 2000.
- Fernández, P. (2008). *Errores en la valoración de empresas*. Barcelona: Editorial Deusto.

Forero, J. (1996). Innovar. *De Ciencias Administrativas y Sociales* (7), 161-163.

García, O. (2003). *Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA*. Medellín: Digital Express Ltda.

García Jiménez, P. (2013). La valoración de empresas: El método de flujo de caja libre (DCF) y su aplicación práctica 1. *Contable*, IV trimestre, 18-24.

González, M. (2001). *Sistemas de información para la empresa*. Alicante, España: Universidad de Alicante.

Grupo Bancolombia (27 de octubre de 2017). *Categoría - Tabla Macroeconómicos Proyectados*. Recuperado el 20 de noviembre de 2017, de [/www.grupobancolombia.com](http://www.grupobancolombia.com): <https://www.grupobancolombia.com/wps/portal/empresas/capital-inteligente/investigaciones-economicas/publicaciones/tablas-macroeconomicos-proyectados>

Johnson, H., & Kaplan, R. (1987). *Relevance lost the rise and fall of management accounting*. Boston MA: Harvard Business School Press.

Koller, T., & Mateache, P. (1997). Impacto y puesta en marcha de una gestión basada en el valor (VBM). *Boletín de Estudios Económicos*, 52 (162), 409-428.

Ortega, J. (2015). *Propuesta para la determinación del wacc en empresas ecuatorianas que no cotizan en el mercado de valores caso de estudio: compañía Disan*. Guayaquil, Ecuador: Compañía Disan.

Ortiz, H. J. (8 de noviembre de 2001). *La valoración de empresas*. Recuperado el 7 de noviembre de 2017, de revistas.udem.edu.co: <http://revistas.udem.edu.co/index.php/economico/article/view/1394/1439>

Rojo Ramírez, A. A. (enero de 2012). *La importancia del valor residual en el valor final de la empresa*. Recuperado el 11 de marzo de 2018, de www.researchgate.net:

https://www.researchgate.net/publication/255982155_La_importancia_del_valor_residual_en_el_valor_final_de_la_empresa_The_importance_of_residual_value_in_company_valuation

Salazar, V. A., Morales, M. J., & Arenas, V. J. (2012). *Valoración de empresas por el método de flujo de caja libre aplicado a Netbeam S.A -Medellín*. Recuperado el 15 de octubre de 2017, de [/repository.udem.edu.co: http://repository.udem.edu.co/bitstream/handle/11407/362/Valoraci%C3%B3n%20de%20empresas%20por%20el%20m%C3%A9todo%20de%20flujo%20de%20caja%20libre%20aplicado%20a%20NetBeam%20S.A.pdf?sequence=1](http://repository.udem.edu.co/bitstream/handle/11407/362/Valoraci%C3%B3n%20de%20empresas%20por%20el%20m%C3%A9todo%20de%20flujo%20de%20caja%20libre%20aplicado%20a%20NetBeam%20S.A.pdf?sequence=1)

Santandreu, P., & Torres, J. (2012). Selección del método de valoración de empresas en función de la empresa y el ciclo económico. *El modelo QQC. Contabilidad y dirección*, 15, 115-132.

Serrano, J. (2000). Consideraciones críticas en valoración de empresas. *Latinoamericana de Administración*, (24), 51-66.

U.S. Department of the Treasury (2017). *Resource Center*. Recuperado el 5 de noviembre de 2017, de [www.treasury.gov: https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=longtermrate](https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=longtermrate)

Valls Martínez, M. (2001). *Métodos clásicos de la valoración de empresas*. Almería, España: Universidad de Almería.

Vidarte, J. (2009). *El flujo de caja descontado como la mejor metodología en la determinación del valor de una empresa*. Cali, Colombia: Universidad de San Buenaventura.

Yahoo-Finance (octubre de 2017). *S&P 500 (^GSPC)*. Recuperado el 24 de noviembre de 2017, de [/finance.yahoo.com:](https://finance.yahoo.com/)

<http://finance.yahoo.com/q/hp?s=%5EGSPC&a=01&b=01&c=2000&d=01&e=01&f=2013&g=m>