

Valoración de una empresa del sector *retail* por medio de Flujos de Caja Descontados.

Depósito Córdoba S. A.

Sebastián Estrada Rodríguez

Daniel Duque Bernal

Maestría en Administración Financiera

Departamento de Finanzas

Escuela de Economía y finanzas

Universidad EAFIT

Medellín, 2018

Valoración de una empresa del sector *retail* por medio de Flujos de Caja Descontados.

Depósito Córdoba S. A.

Sebastián Estrada Rodríguez

Daniel Duque Bernal

Asesor:

Armando Lenin Támara

Msc. en Finanzas

Maestría en Administración Financiera

Departamento de Finanzas

Escuela de Economía y finanzas

Universidad EAFIT

Medellín, 2018

TABLA DE CONTENIDO

1. INTRODUCCIÓN	7
2. ANÁLISIS DEL SECTOR	8
3. DESCRIPCIÓN Y ANÁLISIS DE LA EMPRESA	10
3.1 Análisis DOFA y estrategia	10
3.2 Desempeño de la operación	12
3.3 Análisis de rentabilidad	15
3.4 Análisis de endeudamiento	15
3.5 Análisis de liquidez.....	17
3.6 Capital de trabajo y Palanca de Crecimiento	18
3.7 Generación de valor	20
3.8 Estructura de balance	22
3.9 Activos	22
3.10 Pasivos y patrimonio.....	23
4. METODOLOGÍA	24
5. PROYECCIONES.....	28
6. RESULTADOS.....	29
7. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES A LA ADMINISTRACIÓN.....	32
8. REFERENCIAS	36
9. ANEXOS.....	¡ERROR! MARCADOR NO DEFINIDO.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Comportamiento de las ventas	¡Error! Marcador no definido.
Figura 2. Comportamiento utilidad de la operación	¡Error! Marcador no definido.
Figura 3. Comportamiento del Flujo de Caja Libre	¡Error! Marcador no definido.
Figura 4. Comportamiento del EBITDA	¡Error! Marcador no definido.
Figura 5. Márgenes EBITDA, Neto y de FCL	15
Figura 6. Cobertura de deuda y gastos financieros.....	16
Figura 7. Distribución deuda Corto Plazo-Largo Plazo. Millones COP	16
Figura 8. Indicadores de liquidez	17
Figura 9. Días de CxC, inventarios y proveedores	¡Error! Marcador no definido.
Figura 10. Capital de trabajo. Millones COP	¡Error! Marcador no definido.
Figura 11. PKTNO, Margen EBITDA y Palanca de Crecimiento	20
Figura 12. Valor Económico Agregado (EVA).....	¡Error! Marcador no definido.
Figura 13. ROIC <i>versus</i> WACC.....	¡Error! Marcador no definido.
Figura 14. Estructura de balance. Millones COP	¡Error! Marcador no definido.
Figura 15. Composición de los activos 2017.....	¡Error! Marcador no definido.
Figura 16. Composición de los pasivos y patrimonio 2017 .	¡Error! Marcador no definido.

LISTA DE TABLAS

Tabla 1. Matriz DOFA	11
Tabla 2. Costo del capital	27
Tabla 3. Análisis vertical	29
Tabla 4. Proyección del crecimiento de las ventas	30
Tabla 5. Valoración de la compañía, millones COP	30
Tabla 6. Valor de la continuidad ante cambios en WACC y “g”	32
Tabla 7. Escenarios de valoración	32

Resumen

Este trabajo tiene como objetivo dar un diagnóstico financiero y estimar un valor razonable para Depósito Córdoba S. A., una compañía del sector *retail* radicada en Montería, Colombia.

El trabajo comienza con un estudio del sector, describiendo su desempeño y analizando sus características, las cuales contrastan con la estrategia de la administración.

Posteriormente, se revisa el desempeño operativo de la compañía, donde se resalta su buen comportamiento con indicadores positivos de rentabilidad, liquidez, endeudamiento y generación de valor, además de su buen potencial operativo de crecimiento.

Finalmente, se estima el valor de la compañía por el método de Flujo de Caja Libre Descontado y se concluye con recomendaciones de valor a la administración.

Palabras clave

Valoración de empresas, método de Flujos de Caja Libre Descontado, diagnóstico financiero.

Abstract

The objective of this work is to provide a financial diagnosis and estimate a reasonable value for Depósito Córdoba S.A., a retail company based in Montería, Colombia.

The work begins with a study of the industry, analyzing the strategy of the Administration. Subsequently, the company's operational performance is reviewed, highlighting its good performance with positive indicators of profitability, liquidity, profitability, indebtedness and value generation, in addition to its good operating potential for growth.

Finally, the value of the company is estimated using the discounted free cash flow method and it is concluded with value recommendations to the Administration.

Key words

Valuation, discounted free cash flow method, financial diagnosis.

1. INTRODUCCIÓN

La valoración juega un papel fundamental en finanzas. Es la base de una gran cantidad de decisiones que toman las empresas y los inversionistas, con el fin de maximizar la rentabilidad de sus inversiones. Diariamente se valoran los mercados, portafolios, proyectos, empresas y demás; y se ha convertido de vital importancia para los agentes económicos conocer el valor de todos los anteriores para la toma de decisiones. En el caso específico de la valoración de empresas, es de vital importancia para la eficiente negociación entre las partes en procesos de venta, compra, fusiones, expansiones, etc.

El método de valoración por Flujos de Caja Libre Descontado (FCLD) es uno de los más establecidos y utilizados. La esencia de este método consiste en una simple premisa: la razón por la que se compra un activo es porque se espera que este genere flujos de caja en el futuro. Este concepto es la base, pero no sería posible determinar un valor en el presente sin el concepto del valor del dinero en el tiempo; más precisamente, el concepto de valor presente. Estos conceptos tienen sus orígenes siglos atrás, pero adquirieron una estructura más formal durante el siglo XIX hasta que fueron publicados formalmente por diferentes autores, el más importante de ellos el economista Irving Fisher (1930); su texto es considerado como el

trabajo seminal base de los conceptos de valoración utilizados hoy. El método de Flujos de Caja Libre (FCL) fue ampliamente discutido entre economistas como Boulding (1935), Keynes (1936) y Samuelson (1937); y desde esto ha sido ampliamente estudiado y utilizado hasta el día de hoy (Damodaran, 2006).

En este trabajo pretendemos hacer uso del método de Flujo de Caja Libre Descontado para la valoración de una empresa del sector *retail* en Colombia, partiendo de un análisis completo de la empresa, teniendo en cuenta todas sus características, tanto financieras como estratégicas. Comenzamos por un análisis del sector *retail*, el cual contextualiza el entorno económico en que opera la empresa, y nos da una idea de lo que se puede esperar a futuro en materia de crecimiento y proyección. Luego realizamos una descripción detallada de la empresa y presentamos un completo análisis de su desempeño financiero, que nos sirve como base para realizar las proyecciones necesarias con el fin de obtener el flujo de caja que será utilizado para la valoración. Por último, presentamos los resultados de la valoración, hacemos un análisis de sensibilidad al valor y presentamos algunas conclusiones y recomendaciones.

2. Análisis del sector

Los supermercados pertenecen a la actividad económica de comercio, reparación, restaurantes y hoteles. Esta rama del PIB ha tenido un crecimiento promedio de 4.2 % durante los últimos ocho años, lo que significa un crecimiento constante, con excepción de los dos últimos años en los que ha disminuido a 2.6 % y 1.2 %, en 2016 y 2017 respectivamente. Sin embargo, el comercio fue el que menos creció en este último año, solo un 1.2 % (“PIB. Metodología base año 2005”, 2018).

Este bajo crecimiento obedece a una desaceleración de la economía colombiana por causa, principalmente, de un choque de ingreso producto de la caída del precio del petróleo desde 2015. A su vez, un constante crecimiento de la tasa de inflación llevó al Banco de la República a ejercer una política contractiva, subiendo la tasa de interés de intervención. Sin embargo, según los principales analistas económicos, lo que se espera para el 2018 es una paulatina recuperación de la economía. Dado el resultado de la política monetaria contractiva (y la reducción de la inflación) el Banco ha reducido la tasa de intervención y se espera que lo continúe haciendo. Esto, sumado al actual desempeño de la economía global y los diferentes factores geopolíticos, inclina a los principales analistas a esperar un PIB entre 2.5 % y 3 % para el 2018.

En cuanto a la industria del *retail*, durante los últimos años, según el estudio “Share de retailers” elaborado por la firma de investigación de mercados Kantar Worldpanel (“¿Quiénes son los canales preferidos por los hogares?”, 2016), la estructura de la participación de mercado de los diferentes canales viene cambiando. Tradicionalmente, las tiendas de barrio han sido las preferidas de los consumidores, pero han perdido participación para darle paso a los minimercados, a las grandes cadenas (como Éxito, Olímpica, Jumbo) e independientes con diferentes formatos al tradicional (como D1 y Surtimax).

Aunque las grandes superficies son las que con mayor rapidez ganan participación de mercado, el estudio evidencia que los minimercados lideran la participación con un 23 %, seguidos por el canal tradicional con un 21 %, grandes cadenas con el 18 %, independientes con el 14 % y el resto como droguerías, hiperbodegas, entre otros.

3. Descripción y análisis de la empresa

Se trata de un minimercado ubicado en Montería, Córdoba, fundado con capital propio con el objetivo de suplir una demanda en un sector de la ciudad desatendido.

A continuación, se realiza un análisis estratégico y financiero para dar una visión holística del negocio, fundamental para su valoración.

3.1 Análisis DOFA y estrategia

En la actualidad, la compañía sigue una estrategia de prestar un servicio diferenciado, entendido como un excelente servicio al cliente personalizado, así como la meticulosa selección de algunos productos de mayor valor agregado (y mayor precio) combinados con otros productos locales de menor precio.

A continuación, se realiza un análisis de la situación estratégica de la compañía, partiendo del análisis de Debilidades, Oportunidades, Fortalezas y Amenazas (DOFA).

Tabla 1.

Matriz DOFA

<p>Debilidades</p> <p>Limitada gama de productos: constante trabajo estratégico para determinar rentabilidad y rotación de cada producto, para mantener únicamente la gama de productos óptima, maximizadora de ingresos y rentabilidad.</p> <p>Mayores costos de la mercancía: dado el menor volumen y poder de negociación.</p> <p>Pequeños espacios: constante gestión para la optimización del espacio, logrando comodidad y mayor inventario en espacios pequeños.</p>	<p>Oportunidades</p> <p>Tecnología: actualmente existe una variada oferta de productos de <i>software</i> especializados en la administración de negocios de <i>retail</i> y supermercados, gracias a los cuales se puede lograr una mayor eficiencia en la administración de la gama de productos óptima a ofrecer.</p> <p>Mercadeo: es una herramienta poderosa y que puede llegar a un alto retorno de la inversión si se utiliza adecuadamente; por ejemplo, las redes sociales.</p>
<p>Fortalezas</p> <p>Ubicación: la mayoría de las personas prefiere los minimercados a la hora de hacer pequeñas compras, y deciden ir al lugar más cercano.</p> <p>Independencia: preferencia de los consumidores por la empresa y productos locales.</p> <p>Servicio al cliente: alta satisfacción al cliente en productos de su preferencia, modalidad de presentación, etc.</p> <p>Productos locales de menor costo: se pueden ofrecer productos locales de menor costo y similar calidad.</p>	<p>Amenazas</p> <p>Competencia: incremento de la participación de locales de grandes superficies en los últimos años.</p> <p>Competencia desleal: empresas creadas para el lavado de dinero.</p> <p>Menor crecimiento económico: el menor crecimiento económico y disminución de ingresos del consumidor pueden desincentivar la demanda del servicio ofrecido por el minimercado y sus mayores precios.</p>

Fuente: elaboración propia.

La estrategia que sigue la compañía busca explotar las fortalezas para contrarrestar las debilidades y amenazas. Primero, la meticulosa escogencia de los productos es clave desde ambos puntos de vista, financiero y estratégico. Por un lado, al proveer productos locales de bajo precio y alta calidad se minimizan costos; y, por otro, al tener productos de mayor valor agregado, que no estén disponibles cerca, se pueden aprovechar los mayores precios que el consumidor estará dispuesto a pagar.

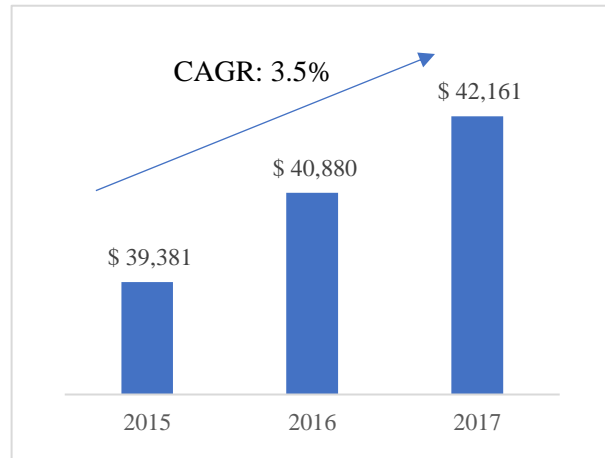
Segundo, el servicio al cliente busca ser de alta calidad, esto incluye un servicio casi personalizado en el cual se tengan en cuenta todas las sugerencias de los clientes en cuanto a los productos que a estos les gustaría ver en las estanterías, los clientes regulares deberían ser llamados por sus nombres, todos los empleados deben tener entrenamiento en servicio al cliente, entre otros; el fin es fidelizar a los clientes de tal manera que prefieran comprar en este minimercado antes que en otro lugar, incluso si esto implica pagar un poco más o tener que ir a otro lugar por los pocos productos que no se consiguen en este.

3.2 Desempeño de la operación

En 2017 la compañía alcanzó ingresos por COP \$42,161 millones, los cuales han mostrado un sólido comportamiento alcista en los últimos tres años fiscales, con una tasa de crecimiento compuesto promedio (CAGR, por sus siglas en inglés) de 3.5 %, en línea con el crecimiento histórico de la industria y las proyecciones de corto y mediano plazo.

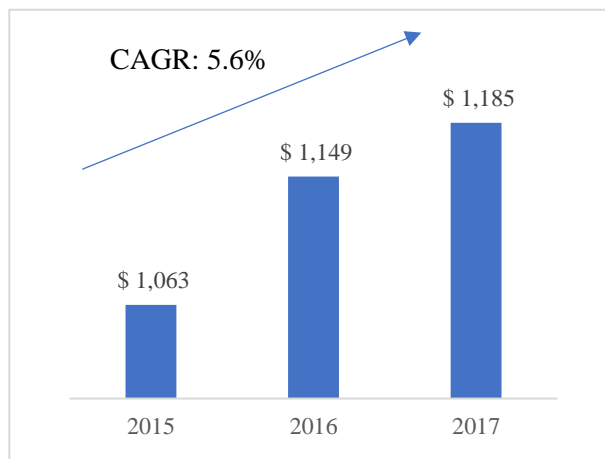
La gerencia general de la compañía, por su parte, ha sido capaz de traducir el buen desempeño del mercado en resultados financieros positivos para los accionistas, con una utilidad neta de COP\$1,185 millones en el último año, con un CAGR de 5.6 % en los últimos tres periodos.

Figura 1. Comportamiento de las ventas



Fuente: elaboración propia.

Figura 2. Comportamiento utilidad de la operación

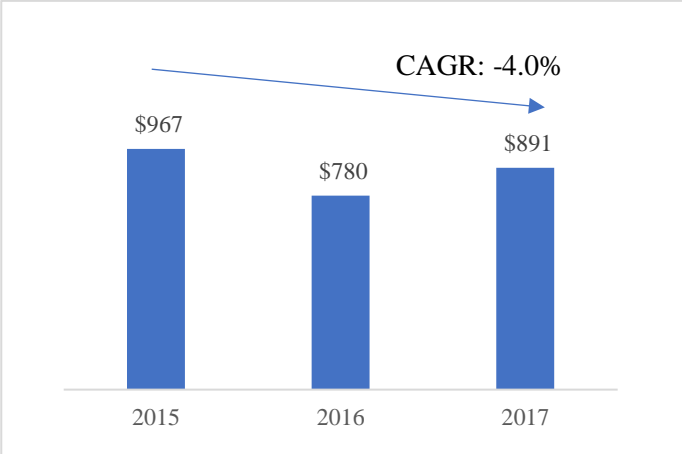


Fuente: elaboración propia.

El buen desempeño en el mercado y los buenos resultados contables han sido traducidos, por la administración, en una sólida generación interna de fondos que, medida con la “utilidad antes de impuestos depreciaciones y amortizaciones” o EBITDA (por sus siglas en inglés), ha tenido variaciones positivas, e incluso en mayor magnitud que las ventas, con un CAGR de 5.6 %.

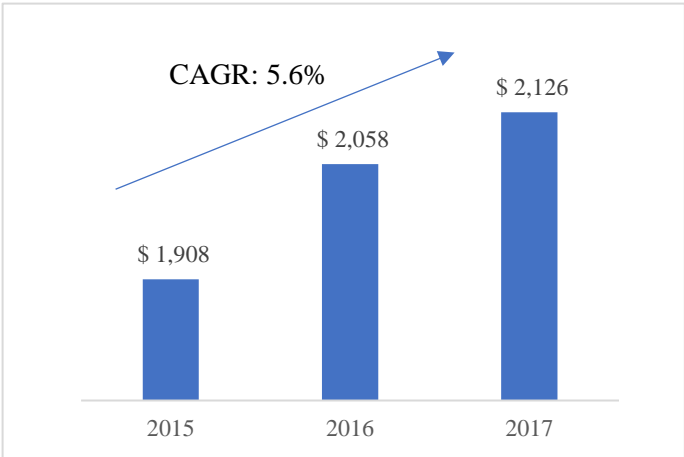
El Flujo de Caja Libre, por su parte, mostró en 2017 un crecimiento de 14.3 % respecto al año anterior. Al compararse el CAGR de los últimos tres años, este ha disminuido en relación con el 2015, principalmente por el aumento de inversiones de capital en equipos que hubo en 2016 y capital de trabajo.

Figura 3. Comportamiento del Flujo de Caja Libre



Fuente: elaboración propia.

Figura 4. Comportamiento del EBITDA

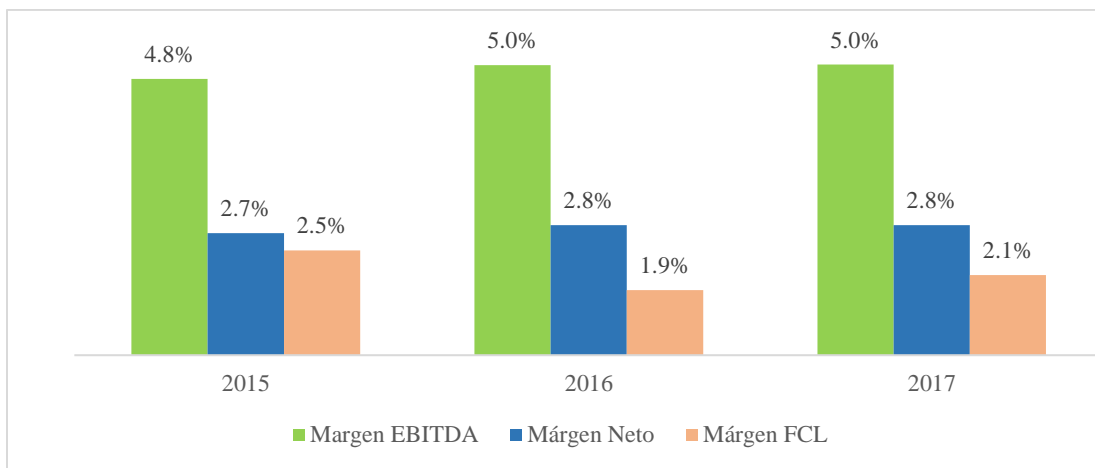


Fuente: elaboración propia.

3.3 Análisis rentabilidad

Adicional a su positivo desempeño, la compañía ha logrado incrementar la rentabilidad de su operación, medida como márgenes de utilidad, EBITDA y Flujo de Caja Libre, como proporción sobre sus ingresos. Esto sugiere un apalancamiento operativo que le permite a la compañía crecer sin detrimento de la rentabilidad.

Figura 1. Márgenes EBITDA, Neto y de FCL



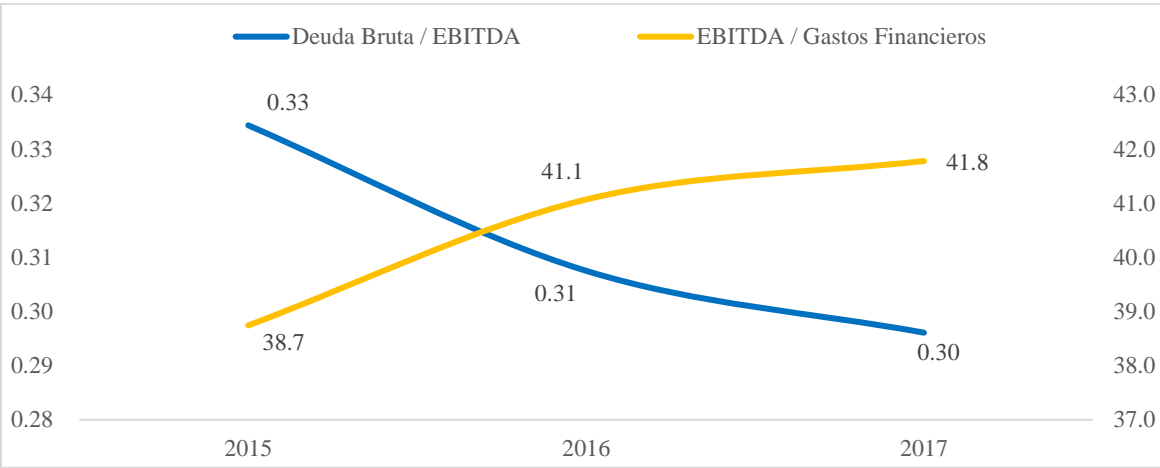
Fuente: elaboración propia.

3.4 Análisis de endeudamiento

La compañía cuenta con un saludable nivel de endeudamiento. Por un lado, tiene un apalancamiento de su Flujo de Caja Operativo (FCO), con ratios alrededor del 30 % de su EBITDA, lo cual es particularmente bajo, teniendo en cuenta que, en promedio, las calificadoras de riesgo han emitido calificaciones nacionales de AAA a compañías con ratios de apalancamiento del EBITDA menores o iguales al 200 % (“Rating Criteria”, 2016).

Por otro lado, su flujo operativo, EBITDA, tiene una cobertura de sus gastos financieros en más de 40 veces, lo cual da testimonio de la robustez financiera de la compañía.

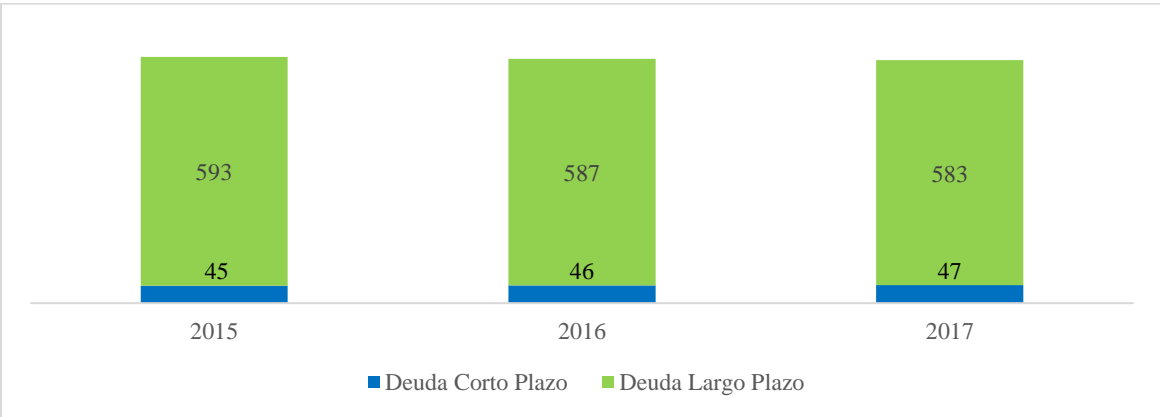
Figura 2. Cobertura de deuda y gastos financieros



Fuente: elaboración propia.

A pesar de su bajo nivel de apalancamiento el perfil de su deuda está concentrado en el largo plazo, con bajas cuantías de vencimientos en el corto plazo, principalmente créditos de capital de trabajo.

Figura 3. Distribución deuda Corto Plazo-Largo Plazo. Millones COP



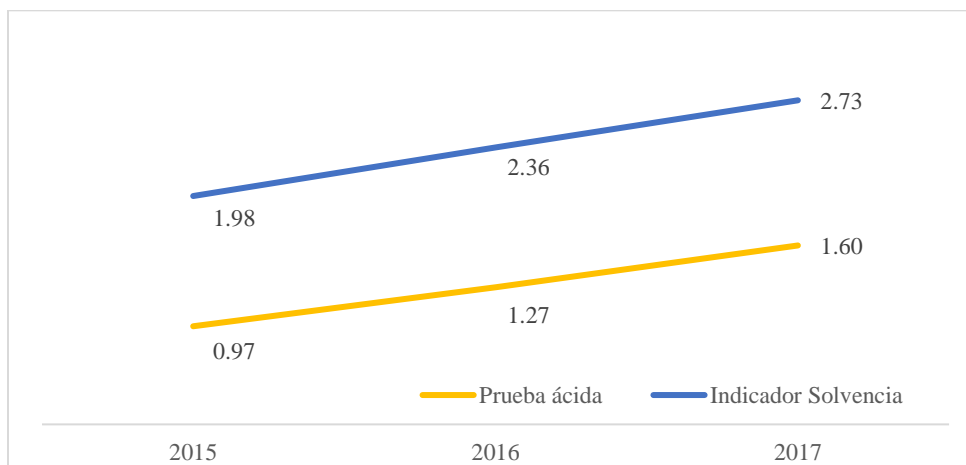
Fuente: elaboración propia.

3.5 Análisis de liquidez

Los indicadores de liquidez permiten medir la capacidad que tiene la compañía para cubrir sus obligaciones en el corto plazo. El indicador de solvencia, también conocido como razón corriente, permite medir la proporción entre los activos corrientes y pasivos corrientes. La literatura sugiere que esta debería ser mayor o igual a 1 (“Current Ratio”, 2018). Para el caso de la compañía, ha finalizado 2017 en 2.7.

Muchas veces, dentro de los activos corrientes se encuentran inventarios cuya liquidez puede no ser tan inmediata, pues depende del desempeño operativo de la empresa. Por esto, la literatura suele calcular la llamada “Prueba ácida”, un indicador de solvencia deducido después de sustraer los inventarios y que se recomienda sea mayor a 0.5 veces (“Acid Test Ratio”, 2018). En la compañía, este último también tiene tendencia al alza, terminando 2017 en 1.6.

Figura 4. Indicadores de liquidez



Fuente: elaboración propia.

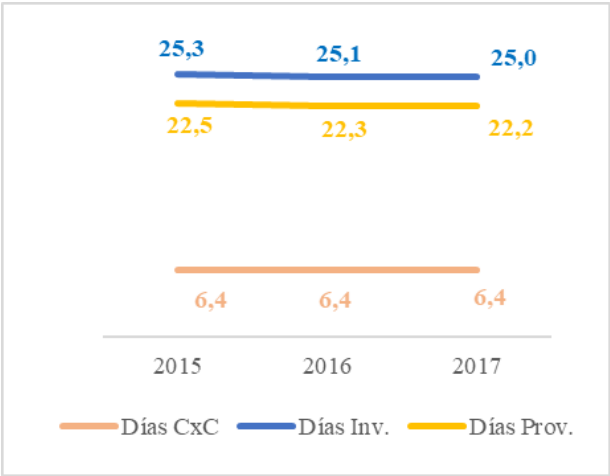
3.6 Capital de trabajo y Palanca de Crecimiento

Como es característico, en la industria del *retail* la existencia de inventarios es el principal esfuerzo de capital que deben realizar las compañías, no siendo caso ajeno para esta que al cierre de 2017 tenía COP\$2,453 millones en todo tipo de mercancías, las cuales ha sido capaz de materializar en liquidez en un promedio de 25 días.

No obstante, la compañía ha sido capaz de apalancar casi toda su inversión de inventarios en sus proveedores, a los cuales les paga en un promedio de 22 días, para un monto promedio de pasivo comercial de COP\$2,000 millones.

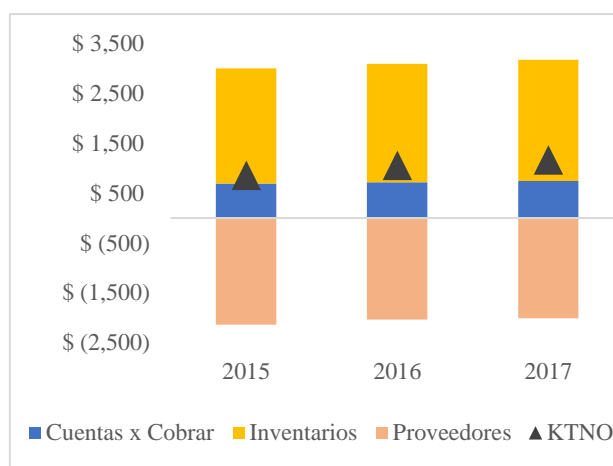
Finalmente, la compañía realiza la mayoría de sus ventas al contado, lo cual le ha permitido tener un indicador de 6 días de cartera en promedio, ayudándole a optimizar su ciclo financiero. Al cierre de 2017 la cartera comercial de la compañía sumaba COP \$739 millones.

Figura 5. Días de CxC, inventarios y proveedores



Fuente: elaboración propia.

Figura 6. Capital de trabajo. Millones COP



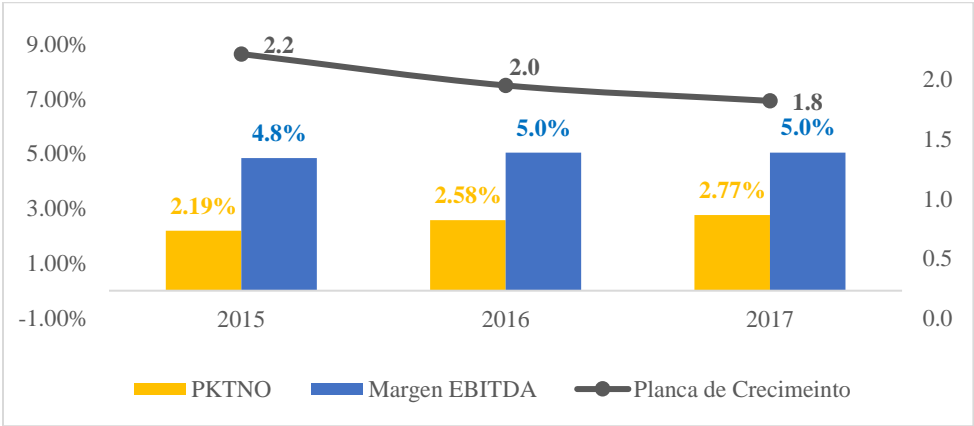
Fuente: elaboración propia.

La denominada Gerencia de Valor brinda especial relevancia al capital de trabajo a la hora de analizar el potencial crecimiento de las compañías. Surge entonces un indicador importante llamado Productividad del Capital de Trabajo (PKTNO, por sus siglas en inglés), que mide la proporción de inversión en capital de trabajo que se debe realizar por cada unidad de ventas. Para la compañía, este indicador se encuentra en 2.77 % al cierre de 2017.

El PKTNO cobra especial relevancia al compararse con el Margen EBITDA, el cual denota, del flujo operativo, que la empresa es capaz de generar la operación por cada unidad de ventas. Cuando el Margen EBITDA supera al PKTNO para la empresa es atractivo crecer, dado que puede llegar a una mayor generación de caja operativa que la inversión necesaria en capital de trabajo. Por el contrario, cuando PKTNO es inferior al Margen EBITDA, crecer no resulta atractivo en términos de flujo caja, pues la inversión marginal de capital de trabajo es mayor al flujo operativo resultante.

Esta relación entre estos dos indicadores, que se puede medir como Palanca de Crecimiento, se calcula como el cociente del Margen EBIT y el PKTNO, que para la compañía se encuentra en 1.8x a diciembre de 2017. Implicando que la compañía podría obtener un Flujo de Caja Operativo en esa proporción sobre su costo en capital de trabajo.

Figura 7. PKTNO, Margen EBITDA y Palanca de Crecimiento



Fuente: elaboración propia.

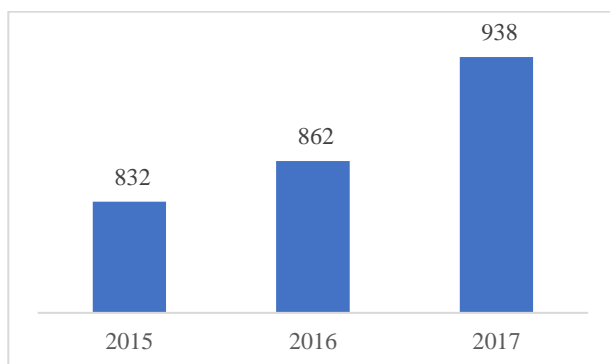
3.7 Generación de valor

Durante los últimos tres años, la compañía ha logrado retribuir apropiadamente a sus accionistas. El indicador de Retorno sobre el Capital Invertido (ROIC, por sus siglas en inglés) cuantifica la rentabilidad que han obtenido los inversionistas de capital y financieros de la compañía (accionistas y acreedores, respectivamente) por el capital invertido en la operación y proyectos de inversión de la compañía. Este indicador se calcula del cociente de los resultados operativos después de impuestos (NOPAT, por sus siglas en inglés) y el capital invertido en la compañía. Se puede afirmar que una empresa genera valor para sus inversionistas cuando el retorno del capital invertido es superior al costo financiero del

mismo (Rosillo, Cruz y Villareal, 2001), lo cual se puede evidenciar en el contraste de los indicadores ROIC y WACC (Costo Promedio Ponderado del Capital, véase la “Metodología” de este artículo) donde el primero alcanza niveles superiores al 40 %, superando en más de cuatro veces al segundo.

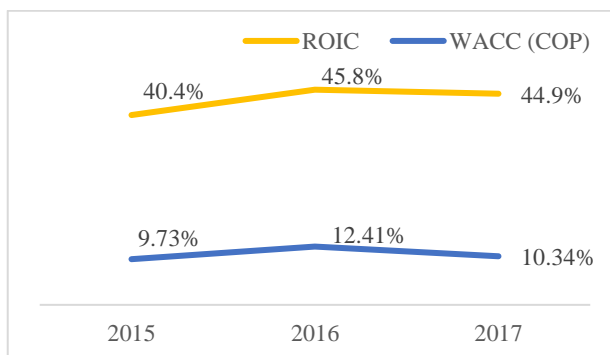
El contraste de ambos indicadores se puede cuantificar en términos nominales, a través del indicador de Valor Económico Agregado (o EVA, por sus siglas en inglés) (Vélez, 2001), donde el exceso del ROIC sobre el WACC se ha traducido en una generación de valor entre COP \$830 - \$930 millones en los últimos tres años.

Figura 8. Valor Económico Agregado (EVA). Millones COP



Fuente: elaboración propia.

Figura 9. ROIC versus WACC

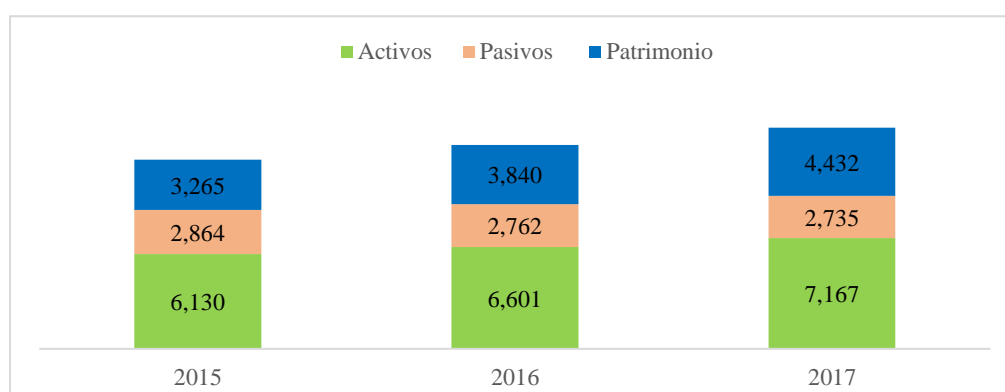


Fuente: elaboración propia.

3.8 Estructura de balance

A continuación, la evolución de la composición del balance de la compañía durante los últimos tres años fiscales.

Figura 14. Estructura de balance. Millones COP



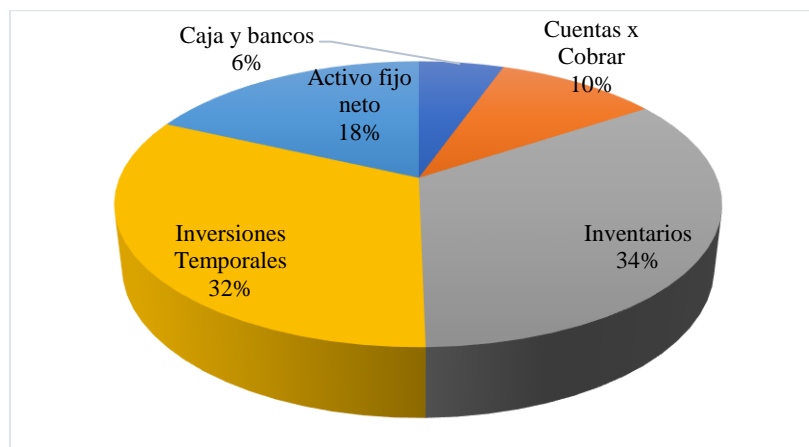
Fuente: elaboración propia.

3.9 Activos

En línea con la industria del *retail* los inventarios son la principal inversión de capital de la compañía, representando cerca de la tercera parte de los activos.

Es de resaltar cómo la compañía concentra gran parte de su capital invertido en inversiones temporales, las cuales representan el 32 % de los activos. Estas inversiones se derivan del buen comportamiento operacional de la compañía, que durante los últimos dos años ha invertido excedentes de caja en títulos de renta fija y variable, por un valor de COP\$981 millones. Estas le dan flexibilidad financiera a la compañía.

Figura 10. Composición de los activos 2017



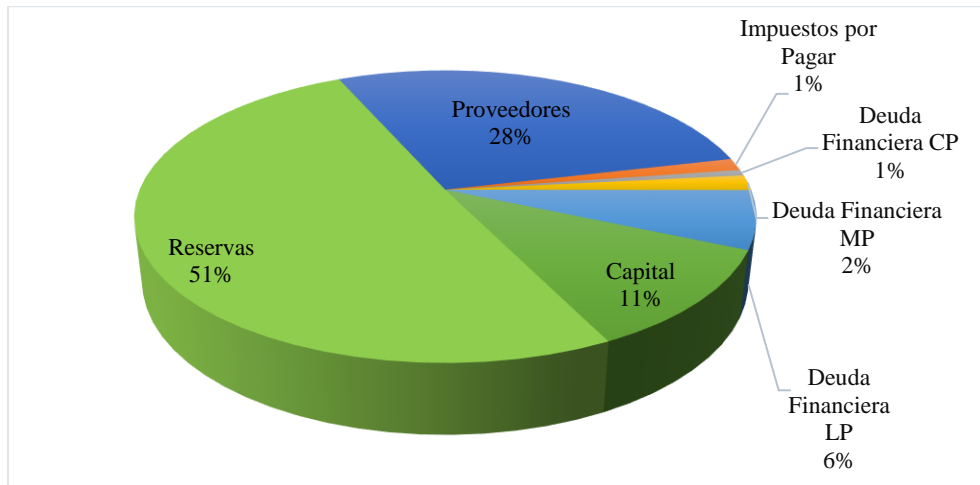
Fuente: elaboración propia.

3.10 Pasivos y patrimonio

La estructura de capital de la compañía se sostiene, principalmente, en sus reservas patrimoniales; estas provienen de los buenos resultados históricos de la compañía, representando el 51 % del capital invertido a 2017.

La compañía posee un importante apalancamiento en sus proveedores, los cuales representan su segunda fuente de recursos de capital, con un peso equivalente al 28 % de los activos de la compañía. El resto del capital invertido proviene del aporte inicial de los accionistas (11 %) y el endeudamiento financiero (9 %).

Figura 11. Composición de los pasivos y patrimonio 2017



Fuente: elaboración propia.

4. METODOLOGÍA

La valoración se llevará a cabo por el método de Flujo de Caja Libre Descontado, el cual tiene como principal característica determinar el valor total de la empresa para todos sus inversionistas, tanto accionistas como acreedores financieros.

Más precisamente, este método consiste en determinar el valor presente de los Flujos de Caja Libre Futuros, los cuales son descontados a una tasa promedio ponderada del costo del capital teniendo en cuenta que la tasa para los accionistas y acreedores financieros son diferentes. Estas dos tasas son ponderadas al revisar la estructura de capital de la empresa; la tasa resultante es el WACC, por sus siglas en inglés (Average Cost of Capital).

El WACC, a su vez, se determina según la siguiente fórmula:

$$r_{wacc} = \frac{E}{E + D} r_E + \frac{D}{E + D} r_D \cdot (1 - \tau_C)$$

Ecuación 1. WACC

Donde $E/(E+D)$ y $D/(E+D)$ son los porcentajes de patrimonio y deuda de la empresa respectivamente, r_E y r_D sus respectivos costos y τ_C la tasa impositiva (ya que el gasto de intereses es deducible de impuestos y esto implica un escudo fiscal). Para $D/(E+D)$ se suman los montos de la deuda financiera de corto y largo plazo y se dividen entre el total de los pasivos y el patrimonio. La tasa impositiva se calcula dividiendo los impuestos pagados sobre la utilizada antes de impuestos.

El costo del patrimonio se calcula con el modelo CAPM, incluyendo una tasa de riesgo país:

$$r_U = r_f + \beta_u \cdot (r_m - r_f) + rp$$

Ecuación 2. Costo del patrimonio

Donde:

- r_f es la tasa libre de riesgo. Para esta utilizamos los bonos del tesoro a 10 años, una tasa del 2.45 % (Damodaran, 2006).
- β_u es el Beta. Este mide la sensibilidad de los retornos de una acción a los retornos del mercado. Para este tomamos el “beta” desapalancado para la industria *retail* de Estados Unidos, el cual es de 1,11 (Damodaran, 2006).
- r_m es la rentabilidad del mercado. Se toma la prima de riesgo implícita del patrimonio para el mercado norteamericano, una tasa de 5,69 % (Damodaran, 2006).

- r_p es el riesgo país, según Damodaran (2006) es del 2,29 % para Colombia.

Este modelo arroja un costo de capital apalancado del 8,2 %; es decir, está teniendo en cuenta la estructura de capital de todas las empresas del mercado. Es necesario, para poder calcular el costo de capital correcto de la empresa en estudio, desapalancar este costo de capital para luego ser apalancado con la estructura de capital de nuestra empresa. Para este fin utilizamos la siguiente fórmula.

$$r_E = r_U + \frac{D}{E} \cdot (r_U - r_D)$$

Ecuación 3. Costo del patrimonio apalancado

Dado que los parámetros utilizados son del mercado norteamericano, se convierte la tasa en dólares a tasa en pesos colombianos, utilizando la fórmula de Fisher. Esta es la tasa que finalmente utilizamos para determinar nuestro WACC:

$$r_E(COP\$) = (1 + Devaluación) * (1 + r_E(US\$)) - 1$$

Ecuación 4. Costo del patrimonio en COP

Donde la devaluación es del 1,92 % (“PIB. Metodología base año 2005”, 2018).

Por último, está el costo de la deuda, r_D , el cual es determinado de la siguiente manera:

$$r_D = \frac{\text{Intereses}}{\text{Saldo Inicial Deuda}}$$

Ecuación 5. Costo de la deuda

El cálculo de r_D se hace dividiendo el gasto de intereses del periodo actual por la deuda financiera del periodo anterior, que incluye deuda de corto y largo plazo. En la siguiente tabla se observa el cálculo del WACC para cada año.

Tabla 2.

Costo del capital. Millones COP

AÑO	2018 e	2019 e	2020 e	2021 e	2022 e	2023 e	2024 e	2025 e	2026 e	2027 e	2028 e
Deuda Financiera CP	51	55	60	65	71	77	84	91	99	108	117
Deuda Financiera MP	132	143	156	169	184	200	218	237	257	280	304
Deuda Financiera LP	504	547	595	647	703	765	831	904	983	1.068	1.161
Deuda	687	745	811	882	958	1.042	1.133	1.231	1.339	1.456	1.583
Amortización	58	58	65	71	76	84	91	99	107	117	127
Intereses	53	55	57	59	61	63	66	68	71	73	76
Contibución Financ.	111	113	122	130	138	147	157	167	178	190	203
COSTO DEUDA (KD)	8.41 %	7.98 %	7.62 %	7.27 %	6.93 %	6.61 %	6.30 %	6.01 %	5.73 %	5.47 %	5.21 %
TASA IMPOSITIVA	33.9 %	33.94 %	33.94 %	33.94 %	33.94 %	33.94 %	33.94 %	33.94 %	33.94 %	33.94 %	33.94 %
Tasa Libre de Riesgo	2.45 %	2.45 %	2.45 %	2.45 %	2.45 %	2.45 %	2.45 %	2.45 %	2.45 %	2.45 %	2.45 %
Beta Desapalancado	1,111	1,111	1,111	1,111	1,111	1,111	1,111	1,111	1,111	1,111	1,111
Prima Mercado	5.69 %	5.69 %	5.69 %	5.69 %	5.69 %	5.69 %	5.69 %	5.69 %	5.69 %	5.69 %	5.69 %
Riesgo País	2.19 %	2.19 %	2.19 %	2.19 %	2.19 %	2.19 %	2.19 %	2.19 %	2.19 %	2.19 %	2.19 %
Ku (USD)	8.2 %	8.2 %	8.2 %	8.2 %	8.2 %	8.2 %	8.2 %	8.2 %	8.2 %	8.2 %	8.2 %
Devaluación	1.92 %	1.92 %	1.92 %	1.92 %	1.92 %	1.92 %	1.92 %	1.92 %	1.92 %	1.92 %	1.92 %
Ku (COP)	10.3 %	10.3 %	10.3 %	10.3 %	10.3 %	10.3 %	10.3 %	10.3 %	10.3 %	10.3 %	10.3 %
%D (t-1)		1.74%	1.75%	1.77%	1.78%	1.79%	1.80%	1.81%	1.81%	1.82%	1.82%
%E (t-1)	100.0%	98.26%	98.25%	98.23%	98.22%	98.21%	98.20%	98.19%	98.19%	98.18%	98.18%
Ke (COP)	10.3%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%
WACC (COP)	10.33%	10.28%	10.28%	10.28%	10.28%	10.29%	10.29%	10.29%	10.29%	10.29%	10.29%

Fuente: elaboración propia.

El próximo paso, una vez calculado el WACC, es obtener el Flujo de Caja Libre Futuro que será descontado a esta tasa. Para este fin, será necesario hacer una proyección de todas las variables financieras que lo componen, tomando como base algunos datos históricos de dichas variables, así como proyecciones de importantes variables económicas que tienen directo impacto sobre las variables que componen el flujo de caja.

Finalmente, se calcula una tasa de crecimiento a perpetuidad “g” bajo el supuesto de que las inversiones nuevas o incrementales tendrán los mismos niveles de retorno que las inversiones actuales. Es decir, el ROIC y el ROIC incremental serán iguales. De este modo, la tasa “g” se calcula como el producto entre el ROIC y la tasa de reinversión (IR):

$$g = ROIC \times IR$$

Ecuación 6. Crecimiento a perpetuidad

5. PROYECCIONES

Para ejecutar la metodología de valoración por Flujo de Caja Descontado se debe contar primero con la proyección de los resultados operativos de la compañía. Para realizarlo se utiliza una combinación de las dos metodologías de análisis financiero: el método de análisis horizontal y el método de análisis vertical.

Inicialmente, se parte del análisis vertical del estado de resultados del periodo 2017, donde se determina la composición porcentual de cada uno de los rubros respecto al total de las ventas de la compañía, tal como se describe a continuación

Tabla 3.

Análisis vertical

AÑO	2017	AV
Ventas	42,161	100 %
Costo Ventas	(35,576)	-84 %
UTILIDAD BRUTA	6,586	16 %
Gastos Admon y Ventas	(4,460)	-11 %
Depreciación	(282)	-1 %
UTILIDAD OPERATIVA	1,844	4 %
Intereses	(51)	0 %
UTILIDAD ANTES DE IMP.	1,793	4 %
Impuestos	(609)	-1 %
UTILIDAD NETA	1,185	3 %

Fuente: elaboración propia.

Luego de establecer la proporcionalidad de las diferentes cuentas del estado de resultados sobre las ventas, esta se asume constante e invariable en el tiempo. De esta manera, cada uno de los rubros tendría un comportamiento en el tiempo en línea con el desempeño del mercado de la compañía, medido por medio de los ingresos de sus ventas.

Para la proyección de los ingresos por ventas se recurre a aplicar un análisis horizontal de las últimas, el cual es un procedimiento que consiste en comparar estados financieros homogéneos en dos o más periodos consecutivos, con el objetivo de identificar variaciones de las cuentas de un periodo a otro.

Se utiliza entonces la información de los estados financieros entre el periodo 2016-2017, donde se identifica un crecimiento horizontal promedio de las ventas de un 4,0 %. De esta manera, se puede realizar una curva de crecimiento, manteniendo como premisa que el

desempeño en el mercado de la compañía, en el año t, dependerá del promedio móvil de los dos años anteriores.

Tabla 4.

Proyección del crecimiento de las ventas

AÑO	2018 e	2019 e	2020 e	2021 e	2022 e	2023 e	2024 e	2025 e	2026 e	2027 e	2028 e
CRECIMIENTO VENTAS	4.0 %	3.6 %	3.6 %	3.7 %	3.7 %	3.7 %	3.7 %	3.7 %	3.7 %	3.7 %	3.7 %

Fuente: elaboración propia.

6. RESULTADOS

La aplicación de la metodología de valoración por Flujo de Caja Descontado sugiere un valor de la operación por COP\$39,585 millones, de los cuales COP \$7,049 provienen de la valoración del periodo explícito de 10 años y COP \$32,536 del valor terminal o de continuidad de la compañía.

No obstante, la compañía también posee un portafolio de inversiones temporales y deuda financiera, los cuales, al no ser activos y pasivos operativos, respectivamente, se deben sumar al valor operativo de la compañía, en aras de llegar a un valor neto de la compañía. A diciembre de 2017 la suma de las inversiones y la deuda financiera equivalen a un valor neto de COP\$1,829 millones, que al agregarse al valor operativo de la compañía permiten concluir un valor total de la misma por COP\$41,414 millones.

Tabla 5.

Valoración de la compañía. Millones COP

AÑO	2018 e	2019 e	2020 e	2021 e	2022 e	2023 e	2024 e	2025 e	2026 e	2027 e	2028 e
NOPLAT	1,267	1,313	1,360	1,411	1,463	1,517	1,572	1,630	1,690	1,752	1,817
ROIC	46.0%	43.6%	41.7%	39.8%	37.9%	36.1%	34.5%	32.9%	31.3%	29.9%	28.5%
IR	19.9%	19.4%	21.0%	22.1%	22.9%	24.2%	25.3%	26.5%	27.8%	29.2%	30.6%
g	9.2%	8.5%	8.7%	8.8%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%
NOPLAT	1,267	1,313	1,360	1,411	1,463	1,517	1,572	1,630	1,690	1,752	1,817
Inversión neta	(253)	(255)	(285)	(312)	(335)	(366)	(398)	(432)	(470)	(511)	(556)
FCL	1,014	1,058	1,075	1,099	1,128	1,150	1,174	1,198	1,220	1,241	1,261
Valor Terminal											86,929
VALOR OPERATIVO	39,585	42,596	45,900	49,521	53,485	57,837	62,613	67,858	73,621	79,958	86,929
Inversiones Temp.	2,516	2,730	2,968	3,229	3,509	3,815	4,148	4,509	4,903	5,330	5,795
Deuda Fin. CP	51	55	60	65	71	77	84	91	99	108	117
Deuda Fin. MP	132	143	156	169	184	200	218	237	257	280	304
Deuda Fin. LP	504	547	595	647	703	765	831	904	983	1,068	1,161
VALOR NETO	41,414	44,580	48,057	51,868	56,036	60,610	65,628	71,135	77,185	83,833	91,141

Fuente: elaboración propia.

El valor de la continuidad representa un 82 % del valor operativo de la compañía, y un 78 % del valor total. Este resulta ser altamente sensible a las variables de costo de capital WACC y al crecimiento a perpetuidad “g”. Por lo anterior, se considera prudente realizar una sensibilización de las anteriores variables, con cambios de 1% en el “g” y 0.5% en el WACC.

Tabla 6.

Valor de la continuidad ante cambios en WACC y “g”

		g		
		8.2%	8.7%	9.2%
WACC	10.79%	19,890	24,792	32,802
	10.29%	24,678	32,536	48,031
	9.79%	32,502	47,811	89,654

Fuente: elaboración propia.

A continuación se construyen tres escenarios alternativos, partiendo de los supuestos actuales de valoración, los cuales se consideran como el escenario “Moderado” (WACC: 10.29 % y g: 8.7 %). Se construye también un escenario “Optimista” y uno “Conservador”, el primero, considerando un incremento de 50 puntos básicos (pbs) en el “g” y una disminución de 50 pbs en el WACC, mientras el segundo contempla los mismos cambios en sentido contrario.

Tabla 7.

Escenarios de valoración

Escenario	Valor operativo			Inversiones + Deuda	Valor Total Empresa	EV/EBITDA
	Vr. P. Explícito	Vr. Terminal	Vr. Operación			
Conservador	6,933	19,890	26,822	1,829	28,651	13.5
Moderado	6,933	32,652	39,585	1,829	41,414	19.5
Optimista	6,933	89,654	96,587	1,829	98,416	46.3

Fuente: elaboración propia.

7. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES A LA ADMINISTRACIÓN

De acuerdo con el análisis financiero realizado, la empresa ha tenido un buen desempeño en los últimos años. Sus ventas han crecido, y las demás variables lo han hecho a un ritmo

similar, donde se evidencia que el aumento de ventas no ha ido en detrimento de la rentabilidad, la liquidez y la generación de valor; como pudimos observar con indicadores como la Palanca de Crecimiento. Adicionalmente, su ROIC ha estado por encima del WACC, lo que ha llevado a tener un EVA positivo generando así valor para los inversionistas durante todos los periodos analizados.

La compañía ha logrado consolidar un robusto portafolio de inversiones temporales, producto de los buenos resultados operativos y la generación de caja durante los últimos años. Sin embargo, estas inversiones en la actualidad equivalen al 32 % del capital invertido de la compañía y se encuentran ofreciendo una rentabilidad cercana al 7 % EA, muy inferior al ROIC de la compañía (45 %) en incluso al WACC (10 %), lo cual representa un detrimento de valor para el inversionista.

Con el objetivo de mejorar el retorno a los inversionistas se recomienda a la administración buscar oportunidades de expansión, ya sea a través de proyectos de inversión orgánica o proyectos de adquisición o fusión, donde se pueda invertir garantizando, al inversionista, retornos sobre su capital mayores a los del costo financiero. En caso de no ser posible generar valor con dichos recursos estos se deberían retornar a los accionistas, vía entrega de dividendos.

La compañía cuenta con un bajo nivel de apalancamiento financiero, inferior al nivel de apalancamiento de la industria de *retail*, que se encuentra en 23.8 % (Damodaran, 2006). La compañía podría aumentar su apalancamiento financiero, llevándolo al nivel de la industria, lo que se traduciría en disminución del WACC, llevando a mayores niveles de generación de valor para los accionistas.

8. REFERENCIAS

- Acid Test Ratio (2018). Recuperado de www.investopedia.com/terms/c/currentratio.asp
- Boulding, K. (1935). The Theory of a Single Investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 49(3), 475-494.
- Current Ratio (2018). Recuperado de www.investopedia.com/terms/c/currentratio.asp
- Damodaran, A. (2006). Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence. Recuperado de <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Fisher, I. (1930). *The Theory of Interest*. Nueva York: Macmillan.
- Maynard, J. (1936). *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. Londres: Macmillan.
- PIB. Metodología año base 2005 (2018).. Recuperado de <http://www.banrep.gov.co/es/pib>
- ¿Quiénes son los canales preferidos por los hogares? (2016). Recuperado de <https://www.kantarworldpanel.com/co/Noticias/Quines-son-los-canales-preferidos-por-los-hogares>
- Rating Criteria (2016). Recuperado de www.fitchratings.com/site/criteria
- Rosillo, J., Cruz, S., y Villareal, J. (2001). *Finanzas corporativas*. México: Thomson.
- Samuelson, P. (1937). Some Aspects of the Pure Theory of Capital. *The Quarterly Journal of Economics*, 51(3), 469-496.

Vélez, I. (2001). *Decisiones de inversión*. Bogotá: Editorial Pontificia Universidad
Javeriana.

9. ANEXOS

A continuación, se presentan las proyecciones de los estados financieros de la compañía.

Anexo 1.

Proyección del estado de resultados. Millones COP

AÑO	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Ventas	43,844	45,442	47,074	48,835	50,622	52,476	54,412	56,409	58,481	60,632	62,859
Costo Ventas	36,996	38,344	39,720	41,207	42,714	44,279	45,912	47,597	49,346	51,161	53,040
UTILIDAD BRUTA	6,849	7,098	7,353	7,628	7,907	8,197	8,499	8,811	9,135	9,471	9,819
Gastos Admon y Ventas	4,638	4,807	4,979	5,166	5,355	5,551	5,756	5,967	6,186	6,414	6,649
Depreciación	293	304	315	326	338	351	364	377	391	405	420
UTILIDAD OPERATIVA	1,918	1,988	2,059	2,136	2,214	2,296	2,380	2,468	2,558	2,652	2,750
Intereses	53	55	57	59	61	63	66	68	71	73	76
UTILIDAD ANTES DE IMP.	1,865	1,933	2,002	2,077	2,153	2,232	2,315	2,399	2,488	2,579	2,674
Impuestos	633	656	680	705	731	758	785	814	844	875	907
UTILIDAD NETA	1,232	1,277	1,323	1,372	1,423	1,475	1,529	1,585	1,643	1,704	1,766

Anexo 2.

Proyección del balance general. Millones COP

AÑO	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Caja	422	458	498	542	589	640	696	757	823	895	973
Cartera	807	876	952	1,036	1,126	1,224	1,331	1,447	1,573	1,710	1,860
Inventarios	2,658	2,884	3,136	3,411	3,707	4,031	4,382	4,764	5,180	5,631	6,122
Inversiones Temp.	2,516	2,730	2,968	3,229	3,509	3,815	4,148	4,509	4,903	5,330	5,795
Total Activo Cte.e	6,405	6,947	7,554	8,218	8,931	9,710	10,558	11,477	12,479	13,567	14,750
Terrenos	65	70	76	83	90	98	106	116	126	137	149
Construcciones	108	117	127	138	150	163	177	193	210	228	248
Equipos Muebles	2,153	2,336	2,540	2,763	3,002	3,264	3,549	3,859	4,195	4,561	4,959
Maquinaria	646	701	762	829	901	979	1,065	1,158	1,259	1,368	1,488
Total Activo Fijo	2,971	3,223	3,505	3,813	4,143	4,505	4,898	5,325	5,789	6,294	6,843
Depreciación Acum.	(1,553)	(1,684)	(1,831)	(1,992)	(2,165)	(2,354)	(2,560)	(2,783)	(3,025)	(3,289)	(3,576)
Activo Fijo neto	1,419	1,539	1,673	1,820	1,978	2,151	2,339	2,542	2,764	3,005	3,267
ACTIVOS	7,823	8,486	9,228	10,039	10,909	11,861	12,897	14,020	15,243	16,572	18,017
Proveedores	2,193	2,379	2,587	2,814	3,058	3,325	3,615	3,930	4,273	4,645	5,050
Impuestos	105	114	124	135	146	159	173	188	204	222	242
Deuda Fin. CP	51	55	60	65	71	77	84	91	99	108	117
Pasivo Cte.	2,349	2,548	2,770	3,014	3,275	3,561	3,872	4,209	4,576	4,975	5,409
Deuda Fin. MP	132	143	156	169	184	200	218	237	257	280	304
Deuda Fin. LP	504	547	595	647	703	765	831	904	983	1,068	1,161
Pasivo no Cte.	636	690	751	817	887	965	1,049	1,141	1,240	1,348	1,466
PASIVOS	2,985	3,238	3,521	3,830	4,162	4,526	4,921	5,349	5,816	6,323	6,875
Capital	800	800	800	800	800	800	800	800	800	800	800
Reservas	3,965	4,301	4,677	5,088	5,529	6,011	6,536	7,105	7,725	8,399	9,131
PATRIMONIO	4,838	5,248	5,707	6,208	6,746	7,335	7,976	8,670	9,427	10,249	11,142
PASIVO + PATR.	7,823	8,486	9,228	10,039	10,909	11,861	12,897	14,020	15,243	16,572	18,017

Anexo 3

Proyección Capital Invertido. Millones COP

AÑO	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Caja	422	458	498	542	589	640	696	757	823	895	973
Cartera	807	876	952	1,036	1,126	1,224	1,331	1,447	1,573	1,710	1,860
Inventarios	2,658	2,884	3,136	3,411	3,707	4,031	4,382	4,764	5,180	5,631	6,122
Capital de Trabajo	3,888	4,218	4,586	4,989	5,422	5,895	6,410	6,968	7,576	8,237	8,955
Proveedores	2,193	2,379	2,587	2,814	3,058	3,325	3,615	3,930	4,273	4,645	5,050
Impuestos	105	114	124	135	146	159	173	188	204	222	242
KTNO	1,590	1,725	1,876	2,041	2,218	2,411	2,622	2,850	3,099	3,369	3,663
Terrenos	65	70	76	83	90	98	106	116	126	137	149
Construcciones	108	117	127	138	150	163	177	193	210	228	248
Equipos Muebles	2,153	2,336	2,540	2,763	3,002	3,264	3,549	3,859	4,195	4,561	4,959
Maquinaria	646	701	762	829	901	979	1,065	1,158	1,259	1,368	1,488
Inv. Activos Fijos	2,971	3,223	3,505	3,813	4,143	4,505	4,898	5,325	5,789	6,294	6,843
Dep. Acumulada	(1,553)	(1,684)	(1,831)	(1,992)	(2,165)	(2,354)	(2,560)	(2,783)	(3,025)	(3,289)	(3,576)
CAPITAL INVERTIDO NETO	3,009	3,264	3,549	3,861	4,196	4,562	4,960	5,392	5,863	6,374	6,930