

Valoración de la empresa cine Colombia, uso de dos métodos para la determinación de la tasa de crecimiento “g”

DARIO MAURICIO REYES GIRALDO.

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

Director: Magister ARMANDO LENIN TAMARA A.

Estudiante Maestría en Administración Financiera – Universidad EAFIT en convenio con la Universidad San Buenaventura Bogotá. Correo electrónico: dreyesgi@eafit.edu.co

Bogotá Abril del 2013.

Nota de aceptación

Presidente del jurado

Jurado

Jurado

Ciudad y fecha (día, mes, año)

DEDICATORIA.

A mi esposa Carolina y mi hijo Nicolás quienes han tenido la paciencia y comprensión suficiente, para acompañarme en este proceso sin titubear ni un solo momento en su apoyo.

A mi Señora madre y hermanos, quienes con su ejemplo han sido el fiel reflejo de que el esfuerzo y dedicación son la clave para el logro de las metas.

AGRADECIMIENTOS

A la Dra. Zulma Cardona.

Directora de la Maestría en Administración Financiera.

Al Magister ARMANDO LENIN TAMARA A.

Director trabajo de grado.

TABLA DE CONTENIDO

TABLA DE FIGURAS	8
INDICE DE TABLAS	10
INDICE DE ANEXOS.....	12
RESUMEN.....	13
ABSTRACT.....	13
INTRODUCCIÓN	15
JUSTIFICACIÓN	17
OBJETIVOS	18
Objetivo general:	18
Objetivos Específicos:.....	18
DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA.....	19
Historia Y Estructura De Propiedad De La Empresa	19
Estado Actual De La Compañía	21
Productos Y Servicios	23
Gestión y Antecedentes	24
ESTUDIO ESTRATÉGICO	31
Estructura Organizacional	31
Planes de sucesión.	32
Análisis de Riesgos	32
EFECTO DEL MICRO Y MACRO AMBIENTE SOBRE LA EMPRESA.....	33
Análisis DOFA	33
Análisis de la industria	33

PROBLEMAS DE LA INDUSTRIA Y TENDENCIAS ACTUALES.....	36
Actores Importantes, segmentación de Clientes.....	36
Análisis de Porter:	37
Proveedores.....	37
Clientes.	38
Barreras de entrada.	39
Rivalidad entre Competidores.	40
Productos Sustitutos.....	40
Análisis del mercado	41
SEGMENTACIÓN: EMPRESAS, USUARIOS PARTICULARES.....	43
Tamaño y situación del mercado.....	43
Área geográfica	44
ANÁLISIS COMPARATIVO	45
Empresas comparables en la industria.....	45
ANÁLISIS DE ACCIONISTAS.....	49
VALORACIÓN	51
Resultados financieros.....	51
Proyecciones.....	52
Variables macroeconómicas.	52
Ingresos operacionales.....	52
Costos operacionales y demás cuentas del estado de resultados.	53
Cuentas del activo corriente.....	53
Inversiones en Propiedad Planta y Equipo.	53

Cuentas del pasivo corriente.....	54
Pasivos de largo plazo.	54
Capitalización.	55
Reservas.	55
Parámetros de la Valoración.....	55
Tasa libre riesgo.....	56
Beta.	57
Tasa Impositiva.....	57
Devaluación (Diferencial Inflación COP/USA).	57
Rendimiento del mercado.	57
Costo de Patrimonio.	58
WACC.	58
Valoración 1	59
Valoración 2	62
Efectos de la tasa de crecimiento “g” en el valor terminal de los flujos de caja.	66
Verificación de los resultados por medio del EVA.....	71
CONCLUSIONES	77
REFERENCIAS.....	79
ANEXOS	81

TABLA DE FIGURAS

Figura 1. Gráfico de los ingresos operacionales de Cine Colombia 2000- 2012.....	25
Figura 2. Cambio porcentual de las ventas de Cine Colombia 2001-2012.....	26
Figura 3. Cambio porcentual en la inversión en propiedad planta y equipo Cine Colombia 2001- 2012	27
Figura 4. Gráfico de las ganancias y pérdidas de Cine Colombia 2000- 2012.....	28
Figura 5. Gráfico de la Rentabilidad sobre Activo y Patrimonio: ROE y ROA Cine Colombia 2000- 2012.....	29
Figura 6. a) Margen Bruto Cine Colombia, b) Endeudamiento Cine Colombia. Periodo 2000 – 2012.....	30
Figura 7. Estructura Organizacional Cine Colombia	31
Figura 8. Asistencia a cine de los colombianos.	42
Figura 9. Evolución del precio de los tickets y taquilla.	43
Figura 10. Participación de los oferentes en las principales ciudades del país	44
Figura 11. Distribución de las sedes de Cine Colombia en el territorio Nacional	45
Figura 12 a) Infraestructura de los cines en Colombia; b) Participación porcentual por oferente en el total de sedes/multiplex de cine en Colombia; c) Participación porcentual por oferente en el total de salas/pantallas de exhibición disponibles en Colombia.....	47
Figura 13. a) Número de sillas disponibles en Colombia en las salas de exhibición servicios cinematográficos; b) Distribución porcentual del número de sillas por oferente. ...	48
Figura 14. Comportamiento histórico del precio de cierre de la acción de CINECO 2001- 2008.	49
Figura 15. Gráfico análisis de sensibilidad del valor terminal de Cine Colombia, Valoración1.	67
Figura 16. Gráfico análisis de sensibilidad del valor terminal de Cine Colombia, Valoración 2.....	68

Figura 17. a) Composición del valor operativo de la empresa Cine Colombia usando $g = 2,43\%$; b)

Composición del valor operativo de la empresa - Cine Colombia usando $g = 4,15\%$ 70

INDICE DE TABLAS

Tabla 1. Matriz DOFA Cine Colombia.....	33
Tabla 2. Información Acción Cineco	50
Tabla 3. Resumen precios Cineco.....	50
Tabla 4. Indicadores Históricos Cine Colombia.....	51
Tabla 5. Indicadores Proyectados Cine Colombia	51
Tabla 6. Indicadores Macroeconómicos	52
Tabla 7. Ajustes porcentuales en la inversión de PPE	54
Tabla 8. Costo del Patrimonio.....	58
Tabla 9. WACC.....	58
Tabla 10. Calculo tasa g primer método.....	60
Tabla 11. Descuento del flujo de caja libre primera valoración.....	60
Tabla 12. Resultados primera valoración	61
Tabla 13. Variables generadoras de valor.....	63
Tabla 14. Calculo del capital invertido y flujo de caja libre segunda valoración	64
Tabla 15. Determinación del valor de la terminal segunda valoración.....	65
Tabla 16. Descuento del flujo de caja segunda valoración	65
Tabla 17. Resultados segunda valoración.....	66
Tabla 18. Análisis de sensibilidad valor terminal valoración 1.....	66
Tabla 19. Análisis de sensibilidad valor terminal valoración 2.....	68
Tabla 20. Comparativo precios de las acciones Valoración 1 vs Valoración 2.....	70
Tabla 21. Valoración por EVA 1.....	72
Tabla 22. Valoración por EVA 2.....	73

Tabla 23. Comparativo valoraciones por EVA 75

Tabla 24. Contraste de resultados..... 75

INDICE DE ANEXOS

Anexo 1. Balances históricos.....	81
Anexo 2. Balances Proyectados.....	83
Anexo 3. Estado de resultados históricos.....	85
Anexo 4. Estado de Resultados proyectados.....	86
Anexo 5. Calculo del flujo de caja libre.....	87
Anexo 6. Calculo del WACC.....	87
Anexo 7. Calculo devaluación (Diferencial Inflación COP/USA)	87
Anexo 8. Calculo del rendimiento del mercado.....	88
Anexo 9. Betas de Damodaran	89

RESUMEN

El presente documento contiene la valoración de la empresa Cine Colombia, realizada por medio del uso de dos métodos diferentes de determinación de la tasa de crecimiento g , a través de este ejercicio se analiza el impacto que sobre el valor de la empresa puede generar una u otra forma de determinación de la tasa de crecimiento.

En la realización de este ejercicio se recopiló la información financiera histórica de la compañía y se realizó la proyección de los estados financieros de la empresa para un periodo de 10 años, para realizar lo anterior se estudió el comportamiento de la empresa y sus características más representativas y las del mercado en el que se desenvuelve, de acuerdo con los pasos propuestos en la metodología Bunkenroad.

Una vez realizada la proyección de los estados financieros, se procede a la presentación del ejercicio de valoración, dentro del cual se usa en primer lugar el método derivado del Modelo de Gordon para la determinación de la tasa g y después por medio de la metodología de finida por: McKinsey & Company.

Finalmente se analizan, comparan y explican los resultados obtenidos del ejercicio propuesto inicialmente, así mismo se utiliza el método de valoración EVA para explicar las diferencias encontradas.

ABSTRACT

This document contains the valuation of the company Cine Colombia by using of two different methods of determining the growth rate g , through this exercise we analyze the impact on the value of the company, can generate an erroneous determination growth rate.

For the realization of this exercise was collected historical information from the information system of Supersociedades, and then followed the projected financial statements for a period of 10 years

After the projection of the financial statements, we proceed to the presentation of the valuation exercise by the method of discounted cash flows, first done using the method derived from Gordon model for the determination of the rate g , then using the methodology defined by: Mc Kinsey & Company.

Finally, analyze, compare and explain the results of the exercise initially proposed himself as the valuation method used by the EVA to explain the differences found.

INTRODUCCIÓN

La valoración de empresas es uno de los ejes centrales del ejercicio financiero, por ello se presenta como un campo de estudio y análisis de mucho interés para quienes decidimos profundizar en esta área del conocimiento, sin embargo el ejercicio de valoración de empresas es en sí mismo un campo de acción tan amplio, que abordar el análisis de la totalidad de factores que influyen en este proceso sería una tarea excesivamente extensa.

En consecuencia, en este trabajo se abordará un solo aspecto, pero bastante importante del proceso de valoración: la determinación de una adecuada tasa de crecimiento g , ya que este es uno de los factores determinantes en el resultado obtenido de un proceso de valoración de empresas, recordemos que un gran porcentaje del valor presente operativo de la empresa se obtiene por medio del descuento del valor terminal de los flujos de caja, y es allí donde incide la tasa g , por ello el estudio presentado en ese documento se centrará en analizar dicho aspecto.

De acuerdo con lo anterior el propósito central de este trabajo será explorar los mecanismos más comunes de determinación de la tasa de crecimiento g , y analizar de qué forma cada una de las alternativas impacta en el valor de la empresa, de modo que al final se pueda establecer cuál es el medio más acertado para determinar unas expectativas de crecimiento de la empresa que verdaderamente reflejen la realidad del comportamiento actual de la compañía y su capacidad futura de generar valor para sus accionistas.

Para poder demostrar y analizar lo anterior será necesario llevar a la práctica el proceso de valoración, es por ello que se decidió valorar la empresa Cine Colombia, empresa que se presenta como un caso de análisis interesante, dado su crecimiento en ventas de los últimos

años, sus utilidades, el tamaño de la operación y sus flujos de caja que por su crecimiento resultan bastante llamativos y sugieren unas expectativas de crecimiento bastante altas, con el ejercicio propuesto se revisará que metodología permite determinar una tasa de crecimiento justa, que refleje realmente el valor que está en capacidad de generar una empresa de estas características.

Finalmente, es necesario mencionar que para poder lograr lo propuesto, se hará necesario el uso de la metodología Bunkenroad para presentar de forma estructurada cada uno de los elementos del documento, la metodología de flujos de caja descontados para el proceso de valoración, y la valoración por medio del EVA para la explicación de algunos de los hallazgos.

JUSTIFICACIÓN

Valorar una empresa es un ejercicio muy interesante que pone a prueba la capacidad de quien la realiza, la valoración exige capacidad de investigar, analizar e interpretar información financiera y estratégica de la empresa seleccionada, sin embargo, analizar el comportamiento detallado de una o varias de las variables que influyen en el proceso de valoración resulta mucho más apasionante, dado que este análisis no solo implica dominar la metodología de la valoración, sino entender su funcionamiento conceptual y metodológico, esto sin lugar a dudas representa un reto mucho mayor.

De acuerdo con lo anterior, revisar el impacto de la tasa de crecimiento g en el resultado del ejercicio de valoración de la empresa Cine Colombia, cuando dicha tasa es definida por dos métodos, es un ejercicio muy interesante que permitirá analizar la relación existente entre el crecimiento y la generación de valor, así como las diferencias que se generan en el proceso de valoración al utilizar diferentes valores de la tasa g y el impacto que tiene sobre el valor terminal de los flujos de caja.

Dicho lo anterior, se evidencia que la realización de este trabajo permite poner en práctica todos los conocimientos que en el tema de valoración se adquirieron en el proceso de formación, de igual forma se construye un documento didáctico y práctico que puede ayudar a entender de una forma sencilla las implicaciones del ejercicio ya descrito.

OBJETIVOS

Objetivo general: Estudiar y explicar el impacto del uso de la tasa de crecimiento g , definida por dos metodologías diferentes en el proceso de valoración de la empresa Cine Colombia.

Objetivos Específicos:

- Presentar el análisis general de la situación financiera actual de la empresa Cine Colombia.
- Proyectar los estados Financieros de la empresa Cine Colombia
- Aplicar dos metodologías de determinación de la tasa de crecimiento g , para ser usadas en el proceso de valoración de la compañía.
- Valorar la empresa Cine Colombia por medio de la metodología de flujos de caja descontados.
- Analizar los resultados de los procesos de valoración.
- Estudiar y explicar la procedencia de las diferencias identificadas.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Historia Y Estructura De Propiedad De La Empresa¹

Cine Colombia es una empresa colombiana de capital privado fundada por 20 empresarios el 07 de junio de 1927 en la ciudad de Medellín, la empresa se constituye con la intención de construir salas de cine en el territorio colombiano y además llevar a cabo la explotación de actividades comerciales como: alquiler, venta, exhibición y distribución de películas.

Desde la fundación de la compañía su actividad principal fue la exhibición de películas, en un principio la empresa solo desarrollaba sus actividades en la ciudad de Medellín utilizando como escenario de exhibición el antiguo circo España, espacio que en el día se utilizaba para la realización de corridas de toros y en la noche se podía observar la magia del cine.

Hacia el año 1928 la empresa realiza la adquisición de la empresa Di Doménico Hermanos, muy importante en ese momento, la cual poseía un buen número de películas y además algunos teatros propios en el territorio nacional, de esta manera la empresa consolidaba su operación a la vez que realizaba contactos con diversos productores de Estados Unidos con la intención de tener acceso a los últimos estrenos de ese país.

En los años 30, Cine Colombia al igual que muchas de las empresas que guardaban relaciones con el mercado Norteamericano, se vio un poco afectada por la famosa depresión económica que se presentó en esa época, sin embargo logra mantener su operación y renovarse con la introducción del cine sonoro, para ese momento Cine Colombia contaba

¹ Fuente: Portal corporativo Cine Colombia, Historia de la compañía (2013), recuperado de: <http://www.cinecolombia.com/bogota/corporativo>

con operación en las ciudades de Medellín, Santa Marta, Cartagena, Barranquilla, Girardot, y Cali.

Después de la crisis de los años 30, se construyeron varias salas modernas en Barranquilla, Cartagena y muchas otras ciudades, en este periodo también se construyen las salas El CID de Bogotá, Cali y Medellín, para 1968 se inaugura el teatro Embajador de la ciudad de Bogotá.

En el año 1972 se abre el primer autocine del país ubicado en la ciudad de Cali y se inicia el primer centro cinematográfico en la ciudad de Bogotá, el cual se inaugura en el año 1975. En el año 1994 Cine Colombia construye en Bogotá el primer complejo con múltiples salas del país, el multiplex Andino marca el inicio de la era moderna del cine en Colombia.

A finales del año 1998 el Grupo Mayagüez del Valle del Cauca adquiere Cine Colombia, convirtiéndose en accionista mayoritario de la compañía, durante este periodo el grupo decide que era el momento de cotizar en Bolsa de Valores, en consecuencia en el año 2001 la empresa realiza una emisión de acciones con la intención de capitalizar la compañía y potencializar su crecimiento, sin embargo en el mes de octubre del 2008, 7 años después de la incursión en Bolsa de Valores y después de 19 años como accionistas mayoritarios de la compañía el grupo Mayagüez decide vender su participación accionaria para dedicarse a sus negocios azucareros, en ese momento mediante una oferta pública de acciones OPA el grupo Santo Domingo, de propiedad del industrial Julio Mario Santo Domingo, a través de Valores Bavaria VALOREM, adquiere el dominio mayoritario de la compañía, al mismo tiempo que se retira la acción de cineco de Bolsa de Valores.

Estado Actual De La Compañía

En la actualidad Cine Colombia posee 37 multiplex en diferentes ciudades del país los cuales representa 236 salas y 47.654 sillas disponibles, cada multiplex cuenta con servicios de exhibición de películas en los formatos: tradicional de 35 mm, digital y además el novedoso formato en 3D, su servicio de exhibición de películas es complementado con servicios de confitería y heladería. Su cobertura Nacional se encuentra dividida de la siguiente manera:

- Bogotá: 17 sedes, una de ellas con Mega pantalla ubicada en el centro comercial Titán Plaza.
- Medellín: 5 sedes.
- Cali: 5 sedes.
- Cartagena: 2 sedes.
- Bucaramanga: 3 sedes.
- Armenia: 1 sede.
- Barranquilla: 1 sede.
- Montería: 1 sede.
- Pereira: 1 sede.
- Manizales: 1 sede.

La gerencia de Cine Colombia está a cargo del Ingeniero Munir Falah, quien ha estado al frente de Cine Colombia por más de 20 años, uno de los retos más importantes de los últimos años a los que ha tenido que hacer frente desde su gestión, es la venta de la compañía por parte del grupo Mayagüez al grupo Valorem, como ya se mencionó, esta transacción realizada en el año 2008, representó el retiro de la totalidad de acciones de Cine

Colombia de la Bolsa de Valores, en consecuencia el grupo Valorem obtuvo el dominio total de la compañía.

Cine Colombia es en este momento la compañía líder del mercado en Colombia, en la actualidad posee una cuota aproximada del 50%, calculada para el año 2012 en 18,6 millones de espectadores, cifra que comparativamente con al año 2011 implica un crecimiento de 1,3 millones de espectadores², este dominio del mercado proviene no solo gracias a que durante muchos años fue la única oferta disponible, sino al acelerado crecimiento de la empresa en la última década en cuanto a infraestructura, socios estratégicos y tecnología.

Dentro de los procesos de inversión y actualización más importantes realizados por la compañía en los últimos 4 años se destacan: en el año 2010, la apertura de 14 nuevas pantallas en la ciudad de Bogotá en el Centro Comercial Centro Mayor y la inauguración del Multiplex de Agua Blanca en la ciudad de Cali, con este proyecto se pretende llegar con el cine a estratos socioeconómicos bajos, captar nuevos espectadores, realizar una difusión del cine desde el punto vista social y lograr una mayor cobertura del mercado.

En este mismo año se realizó la apertura del Multiplex de la ciudad de Manizales apostándole al mercado de ciudades intermedias, y en el año 2012 se dio apertura al último y más avanzado Multiplex y Mega sala ubicado en el Centro Comercial Titán Plaza de la Ciudad de Bogotá.

² Fuente: Revista Portafolio (2012). ***Con el cine consolidado, buscamos más opciones.***

Recuperado de: <http://www.portafolio.co/economia/%E2%80%98-el-cine-consolidado-buscamos-mas-opciones%E2%80%99>

La estrategia de negocio de la compañía, según su presidente, se basa en una muy buena combinación de servicio, tecnología de punta, excelente infraestructura y el ofrecimiento de productos y servicios complementarios en cada una de las salas.

Productos Y Servicios

La actividad económica de Cine Colombia está clasificada por el código: O9212 del Sistema Integrado De Consulta De Clasificaciones Y Nomenclaturas SIN (2013)³, el cual define como actividad principal de la compañía la: Exhibición de filmes o videocintas en cinematógrafos o al aire libre y en salas privadas u otros lugares de exhibición, incluye actividades de los clubes de cine.

Esta actividad económica le permite a la empresa ofrecer dentro de su portafolio de productos y servicios actividades generadoras de ingresos como:

- Exhibición de películas o filmes cinematográficos.
- Venta de cine publicitario.
- Venta de comida y confitería.
- Cine fiestas.
- Actividades de representación y distribución de productoras de cine. (Warner y Fox)
- Alianzas con socios estratégicos: Juan Valdés, Barras de Sushi, juegos electrónicos, etc.

Además de los productos y servicios anteriores, la gerencia de Cine Colombia cataloga a la compañía como una empresa de entretenimiento y no solo del sector cine, en consecuencia en los últimos dos años la empresa ha venido desarrollando nuevas líneas de negocio como:

³ Sistema integrado de Consulta de clasificaciones y Nomenclaturas SIN, recuperado de: http://www.inec.gob.ec/estadisticas/SIN/resul_correspondencia.php?id=O9212.00&ciiu=6

- Primera fila: <http://www.primerafila.com.co/>

Esta línea de negocio es propiedad de Cine Colombia, pero se constituye como una unidad de negocio independiente, cuyo objetivo principal es la venta directa y en línea de tickets para eventos y espectáculos, así mismo como la promoción y difusión de los mismos.

Gestión y Antecedentes

Cine Colombia se destaca como la compañía líder del sector, la empresa se encuentra próxima al cumplimiento de los 86 años de operación en el mercado nacional, no posee operaciones por fuera del país, pero prevé hacerlo en el mediano plazo.

La compañía tuvo presencia en el mercado de valores durante aproximadamente 7 años, la acción se identificaba en Bolsa de valores con el nemotécnico CINECO, desde el año 2008 la compañía pertenece al grupo Valorem.

La Presidencia de la compañía ha sido la misma desde el año 1990, y como resultados más destacables de la gestión desde el año 2000, año desde el cual se recaudó la información financiera de la compañía, se desatacan los siguientes:

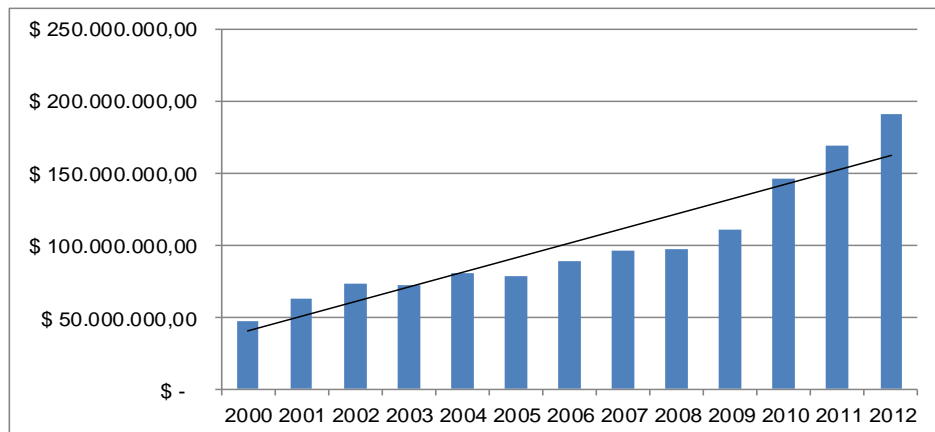


Figura 1. Gráfico de los ingresos operacionales de Cine Colombia 2000- 2012. Fuente: Sistema de Información Superintendencia de Sociedades (2013), Estados Financieros Cine Colombia, periodo 2000 – 2012

Como se observa en la figura 1. Los ingresos operacionales de la compañía tienen un comportamiento ascendente en términos generales, para el año 2012 la empresa obtiene ingresos por valor de \$ 191.738.855.032,43 millones de pesos, este nivel de ventas representa una participación de aproximadamente el 50% del mercado total en Colombia, equivalente a 18,6 millones de espectadores, lo anterior implica un consumo promedio por espectador de \$ 10.308,54 durante el año 2012.

El crecimiento general de la compañía entre el año 2011 y 2012 se ubica en un 12%, y el crecimiento promedio de las ventas de los últimos 12 años se encuentra en un 13,01% tal y como se puede verificar según los datos de la figura 2.

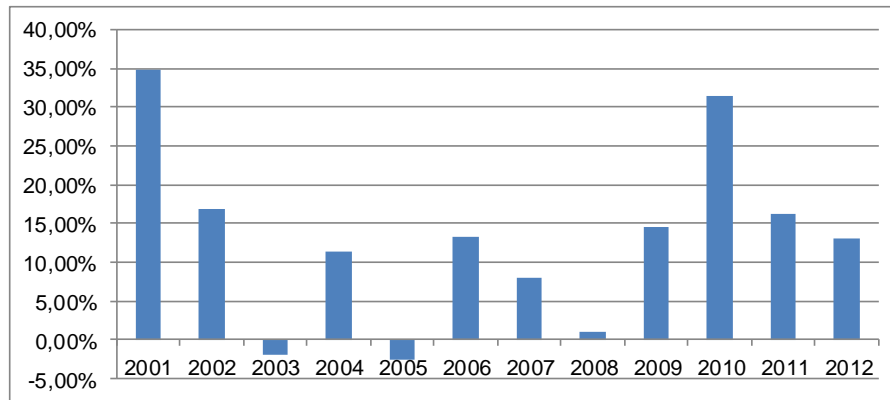


Figura 2. Cambio porcentual de las ventas de Cine Colombia 2001-2012. Fuente: Sistema de Información Superintendencia de Sociedades (2013), Estados Financieros Cine Colombia, periodo 2000 – 2012

Como punto importante de los resultados de la figura 2, se destaca para los últimos 3 años la gran variación porcentual de las ventas para el año 2010, este se debe principalmente a la masificación de la tecnología 3D en la mayoría de los multiplex de la compañía.

En cuanto a los cambios de inversión en infraestructura (Figura 3), se puede observar un crecimiento considerable en la inversión entre los años 2003 y 2006 producto de la apertura de nuevos multiplex, por otro lado la remodelación y actualización de muchas de las salas ya existentes en el país, también demandó una buena inversión en infraestructura, en los últimos tres años se destaca una fuerte inversión en el año 2010 como consecuencia de la actualización de casi la totalidad de proyectores al sistema digital y 3D, las inversiones realizadas en el Distrito de Agua Blanca de la Ciudad de Cali, la construcción de multiplex de Centro Mayor y el inicio de la construcción del multiplex y mega sala del Centro Comercial Titán en la ciudad de Bogotá.

Para el año 2013 en adelante se prevén algunas inversiones relacionadas con la actualización y adecuación permanente de la infraestructura de los multiplex existentes y expansión a menor escala de la operación de la compañía en ciudades intermedias.

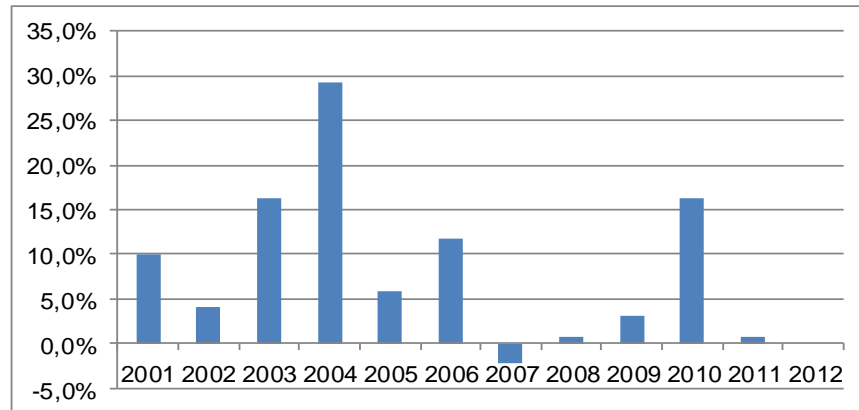


Figura 3. Cambio porcentual en la inversión en propiedad planta y equipo Cine Colombia 2001- 2012. Fuente: Sistema de Información Superintendencia de Sociedades (2013), Estados Financieros Cine Colombia, periodo 2000 – 2012

El crecimiento general de las ventas de Cine Colombia también ha impactado de forma positiva en las utilidades de la compañía, en la figura 4. Se evidencia un crecimiento promedio del 25% de las utilidades en la última década de funcionamiento de la empresa, en esta figura se observan algunas caídas en cuanto a la generación de utilidades en los años 2005 y 2007, sin embargo es evidente la recuperación para los años siguientes y en general el comportamiento positivo de las mismas a lo largo del periodo analizado.

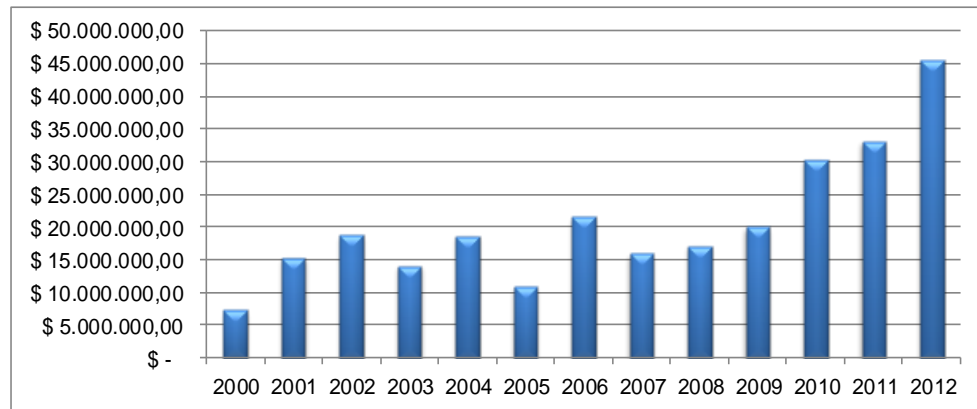


Figura 4. Gráfico de las ganancias y pérdidas de Cine Colombia 2000- 2012. Fuente: Sistema de Información Superintendencia de Sociedades (2013), Estados Financieros Cine Colombia, periodo 2000 – 2012

La rentabilidad sobre el patrimonio y el activo de la empresa viene creciendo de forma sostenida desde el año 2007, como se puede observar en la figura 5, esto evidencia una gestión adecuada de los dineros invertidos en la compañía , en particular se evidencia un escenario muy positivo para los últimos tres años de operación de la empresa donde se alcanzan resultados de rentabilidad muy similares a los obtenidos en los años 2001 al 2003, época en la cual la compañía tenía menos competidores de los que actualmente se han establecido en el país.

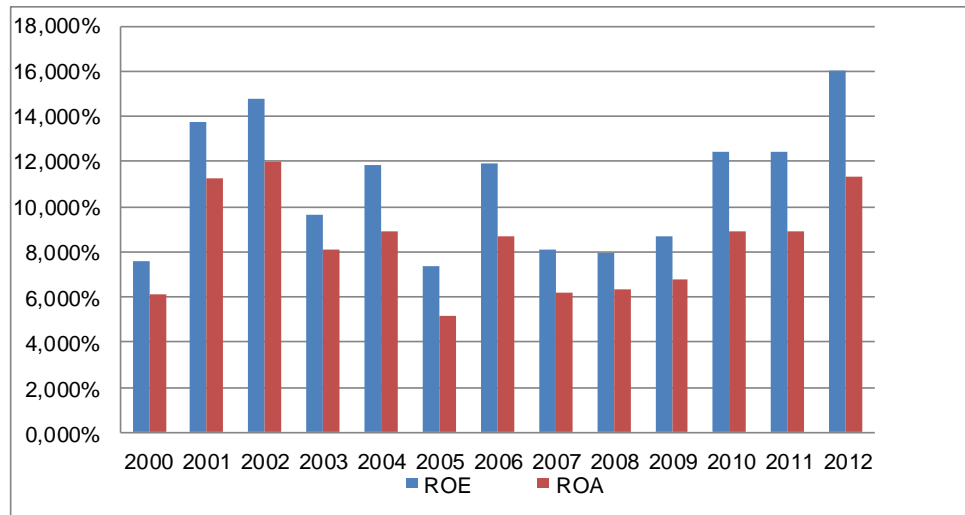


Figura 5. Gráfico de la Rentabilidad sobre Activo y Patrimonio: ROE y ROA Cine Colombia 2000- 2012. Fuente: Sistema de Información Superintendencia de Sociedades (2013), Estados Financieros Cine Colombia, periodo 2000 – 2012

Finalmente si revisamos las condiciones de margen bruto de la compañía y el nivel de endeudamiento (figura 6), podemos identificar que la empresa tiene el comportamiento típico de la industria en lo que a la generación de margen bruto se refiere, la empresa se desenvuelve en un sector con bajos costos operacionales por ende sus márgenes brutos se mueven en rangos superiores al 80% ,por otro lado, en el nivel de endeudamiento se puede observar como la empresa incrementó sus niveles de deuda en los periodos de mayor crecimiento de infraestructura, años del 2004 al 2007, y lo redujo de forma considerablemente en el año 2008, muy probablemente debido a la capitalización producto de la compra de la compañía por parte del grupo Valorem.

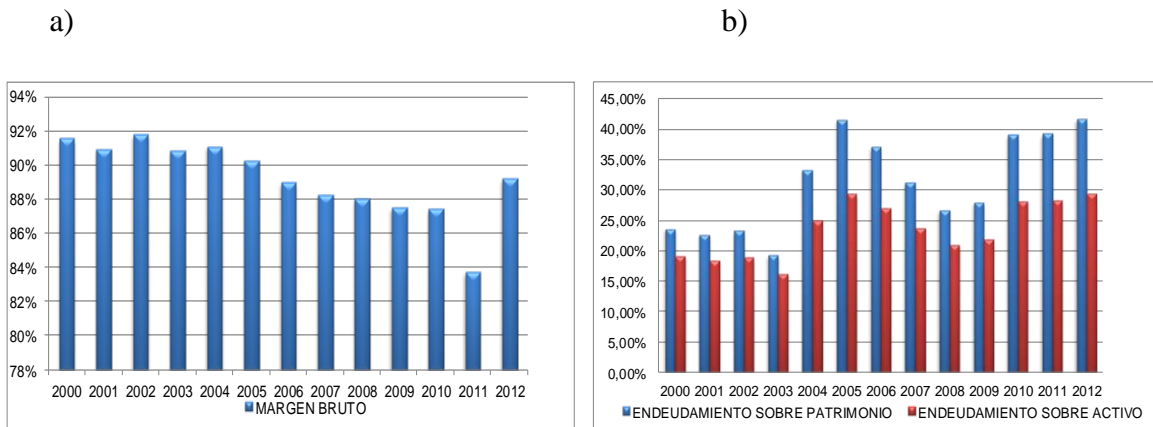


Figura 6. a) Margen Bruto Cine Colombia, b) Endeudamiento Cine Colombia. Fuente: Sistema de Información Superintendencia de Sociedades (2013), Estados Financieros Cine Colombia, periodo 2000 – 2012

En los últimos tres años de operación Cine Colombia se observa un crecimiento en el endeudamiento, sin embargo este no obedece completamente a la adquisición de nueva deuda de largo plazo, la cual creció entre los años 2009 al 2010 al pasar de \$20.000 a \$30.000 millones, en general el endeudamiento se ve incrementado por el aumento en cuentas del pasivo corriente como el pasivo laboral, los impuestos por pagar y las provisiones, no obstante su nivel de endeudamiento siempre ha estado por debajo del 45% en épocas recientes. Vale la pena resaltar los indicadores de deuda obtenidos a principios de la década del 2000, donde se puede observar una baja participación de los pasivos en la estructura de financiación de la compañía, obteniendo participaciones por debajo del 25%, de lo anterior se puede intuir un política de financiación mayoritariamente de capital propio de la compañía.

ESTUDIO ESTRATÉGICO

Estructura Organizacional

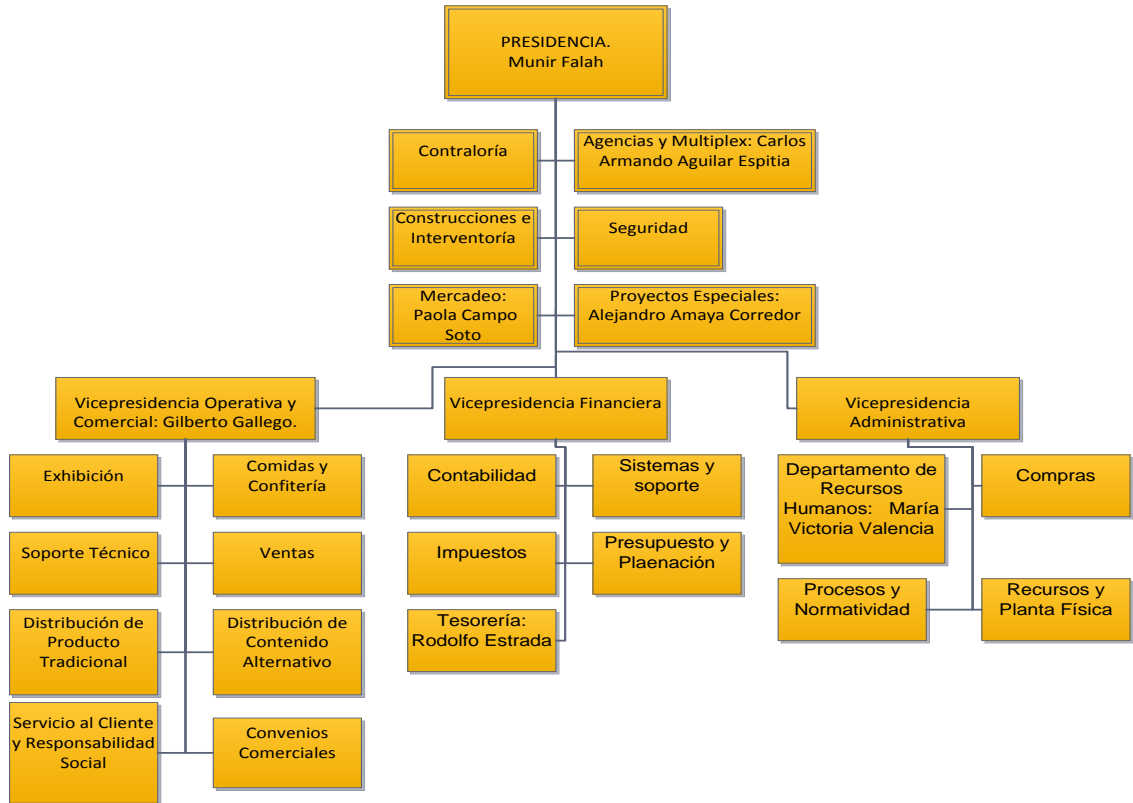


Figura 7. Estructura Organizacional Cine Colombia. Fuente: Elaboración propia con base en la información de la Base de datos BPR Benchmark (2013) y el documento de investigación Turbulencia empresarial en Colombia: sector cines, de la Universidad del Rosario (2011),

En la estructura organizacional de Cine Colombia se puede observar una estructura jerarquizada, donde se destacan las vicepresidencias Operativas, Financiera y Administrativa como ejes centrales de la operación. Como ya se mencionó en la actualidad la presidencia de la compañía está a cargo del Ingeniero Munir Falah, quien ejerce el cargo desde el año 1990, el señor Falah realizó estudios de ingeniería Industrial en la

Universidad del Sur de California, con máster en Ingeniería de Sistemas y MBA de la misma institución.

Durante su gestión ha recibido varios reconocimientos, algunos de estos son: Media Salles International Achievement Award in Exhibition, en el Showeast 2000 en Miami, e India Catalina honorífico por los 80 años de Cine Colombia.

Planes de sucesión.

En la actualidad no se identifican planes de sucesión en la alta gerencia de la compañía, la presidencia de Cine Colombia se ha mantenido durante los últimos 23 años.

Análisis de Riesgos

Cine Colombia en este momento no participa del mercado de valores, por lo tanto la empresa no está expuesta a riesgos de mercado, debido a esto el riesgo al cual se expone la empresa proviene principalmente de factores de tipo macroeconómico, gubernamental, o de las acciones de la competencia.

De acuerdo con la anterior, este tipo de análisis serán abordados más adelante en el estudio de los efectos del macro ambiente sobre la compañía y el análisis de las 5 fuerzas de Porter.

EFECTO DEL MICRO Y MACRO AMBIENTE SOBRE LA EMPRESA**Análisis DOFA**

Tabla 1. Matriz DOFA Cine Colombia.

<p>DEBILIDADES</p> <p>Poca presencia en ciudades intermedias</p> <p>Precios más elevados del sector.</p> <p>Altos costos de los servicios complementarios.</p> <p>Capacidad de planta ociosa</p>	<p>OPORTUNIDADES</p> <p>Innovación tecnológica permanente del sector.</p> <p>Incremento de los Centros Comerciales en ciudades intermedias.</p> <p>Alianzas estratégicas</p> <p>Políticas de apoyo al cine colombiano.</p> <p>Incremento del ingreso per cápita del colombiano.</p> <p>Incremento de las representaciones de estudios cinematográficos en Colombia.</p> <p>Desarrollo de nuevas líneas de negocio asociadas al sector del entretenimiento.</p>
<p>FORTALEZAS</p> <p>Tarjeta CINECO, base de datos de sus clientes.</p> <p>Portal de compras y reservas en línea.</p> <p>Mayor número de salas y multiplex en ciudades principales del país.</p> <p>Tecnología de punta.</p> <p>Alianzas estratégicas con marcas como Juan Valdés y barra de Sushi.</p> <p>Líder en exhibición de cine alternativo.</p> <p>Desarrollo del negocio de cine publicitario.</p> <p>Representación exclusiva de Warner y FOX para Coombia.</p> <p>Líder del mercado en Colombia</p> <p>Posicionamiento de la marca a nivel nacional</p>	<p>AMENAZAS</p> <p>Ingreso de competencia directa en el mercado de ciudades intermedias como: Procinal, Cinepolis y Cinemark.</p> <p>Piratería</p> <p>Imitación por parte de la competencia.</p>

Fuente: Elaboración Propia, con base en los datos del documento de investigación

Turbulencia empresarial en Colombia: sector cines, de la Universidad del Rosario (2011).

Análisis de la industria

De acuerdo con el documento de investigación Turbulencia empresarial en Colombia: sector cines, de la Universidad del Rosario (2011), la industria del cine pertenece a la industria de tipo cultural y creativo, las cuales fueron definidas por la UNESCO como “industrias que combinan la creación, la producción y la comercialización de contenidos

creativos, los cuales son intangibles y de naturaleza cultural. Los contenidos se encuentran protegidos por derechos de autor y pueden tomar la forma de bienes o servicios.

En Colombia esta industria se desarrolla de forma mucho más representativa en el ofrecimiento de servicios de exhibición y distribución, ya que en el área de producción el desarrollo de la industria en nuestro país es aún incipiente, pese a la promulgación de la ley 814 del 02 de julio del 2003, cuyo objetivo primordial es precisamente fomentar el desarrollo de la industria de rodaje y producción de cine en Colombia⁴.

La industria del cine en nuestro país se caracteriza por la existencia de pocos oferentes con características del servicio muy similares entre sí, la oferta se encuentra centralizada en las compañías: Cine Colombia, Cinemark, Procinal, Royal Films y Cinopolis, existe también un reducido grupo de oferentes independientes pero su participación en el mercado está por debajo del 5%⁵.

En cuanto a los espectadores, la industria de Cine se presenta como uno de los sectores de mayor crecimiento de los últimos 6 años, según el primer boletín sobre el sector cinematográfico colombiano, estudio estadístico elaborado por Fedesarrollo para Proimágenes (2011), la cifra de espectadores se duplicó en el periodo comprendido entre el años 2006 y 2010, pasando de 17,4 millones de espectadores en al año 2006 a 33,7 millones de espectadores a finales del 2010, como puede deducirse este es un aspecto bastante positivo para el sector.

⁴ Diario oficial 45.237 Ley 814 Por la cual se dictan normas para el fomento de la actividad cinematográfica en Colombia. (2003) Recuperado de:

http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/ley/2003/ley_0814_2003.html

⁵ Dirección de Cinematografía del Ministerio de Cultura (2009). *Sistemas de clasificación de salas de cine*. Bogotá: Publicaciones Digitales - Dirección de Cinematografía Ministerio de Cultura – República de Colombia

Además de las buenas expectativas en cuanto al número de espectadores, se debe analizar la frecuencia de asistencia a cine durante un año por cada habitante del territorio colombiano, según el estudio ya mencionado, la cifra de asistencia en el año 2010 se ubicó en 0,83, es decir que en promedio cada habitante del territorio colombiano asistió una vez o menos, a cine durante ese año, esto implica un potencial de crecimiento muy importante si se compara con mercados latinoamericanos como México y Argentina, donde este indicador está cercano a 2 y en mercados Norteamericanos como Estados Unidos y Canadá donde el indicador llega a 6.

Por otro lado, es importante revisar la capacidad instalada de los oferentes en la industria, en este caso el nivel de ocupación de las salas se encuentra en un 30% en promedio con respecto a su capacidad máxima, por esto se prevé que no es necesario inversiones considerables a nivel de infraestructura, lo que se requiere es popularizar los horarios poco habituales y masificar la asistencia a las salas de cine, así mismo como la frecuencia de visita por parte de los espectadores. No obstante lo anterior, el número de salas de cine del país ha crecido de forma considerable pasando de 424 salas en el 2006 a 591 en el 2011.

Además de los aspectos mencionados anteriormente con respecto al comportamiento global de la industria, se deben resaltar otros aspectos de tipo técnico que también influyen dentro del comportamiento del sector, uno de estos es el desarrollo e implementación de nuevas tecnologías de audio y video, es común que las salas de mayor tecnología sean las de mayor demanda por parte del público, por otro lado es clave la oferta de estrenos a nivel mundial, en este aspecto se destaca Cine Colombia como la empresa a la vanguardia, dado que tiene la representación exclusiva para Colombia de las dos productoras más importantes a nivel mundial, Warner y FOX.

Finalmente pero no menos importante, se encuentra el factor precio, en este aspecto los oferentes suelen tener un nivel de precios muy similar, los cuales pueden oscilar entre \$8.000 y \$15.000 pesos, dependiendo del día de la semana y del tipo de tecnología asociada con la película, exhibición en formatos tradicionales de 35mm son mucho más económicos que la exhibición en formatos digitales o 3D , en cuanto al mayor nivel precio del mercado se destacan Cine Colombia y Cinemark como las empresas con mayor precio, no obstante este factor parece no afectar la preferencia de los espectadores dado que perciben una buena relación costo beneficio, por otro lado es importante mencionar que los precios del ticket se han reducido comparativamente con años anteriores, si se analiza que en los últimos 5 años el ajuste porcentual en los precios se ha manejado por cifras inferiores a la tasa de inflación, esto ha permitido obtener unos precios muchos más accesibles para los espectadores, de lo anterior se concluye que el crecimiento en el ingreso de los oferentes no se debe al incremento en el valor del ticket sino al incremento en el número de espectadores.

PROBLEMAS DE LA INDUSTRIA Y TENDENCIAS ACTUALES.

Actores Importantes, segmentación de Clientes

En la industria del cine intervienen básicamente tres actores principales por parte de la oferta: Las productoras, los exhibidores y distribuidores y los proveedores de tecnología, en cuanto a los espectadores existe una segmentación bastante amplia, la masificación del cine y la reducción de los precios de los tickets permiten que se pueda abarcar poblaciones pertenecientes a estratos socioeconómicos del 2 al 6, sin embargo es claro que el mayor nivel de asistencia se presenta en los estratos 3, 4 y 5, quienes ven en el cine la mejor y más accesible fuente de entretenimiento.

En cuanto a la ubicación geográfica, la mayor concentración de espectadores se encuentra en las zonas urbanas de ciudades principales del país como Bogotá, Medellín, Cali y Barranquilla, en estas ciudades se concentra al menos el 70% de los espectadores del país, no obstante el mercado de ciudades intermedias viene creciendo a un ritmo bastante importante para el sector.

Análisis de Porter:

Proveedores.

Los proveedores de Cine Colombia están determinados de forma específica por las compañías productoras Internacionales y Nacionales, y los fabricantes y distribuidores de tecnología, en lo concerniente a las productoras la compañía goza de contratos de representación y distribución con Warner y FOX para el mercado colombiano y en general con todas las productoras de cine Nacional, esto le permite tener acceso a los estrenos en el mismo momento en el que realizan sus lanzamientos a nivel mundial, de igual forma le permite tener cierto margen de ventaja con respecto a los competidores, ya que los estrenos generalmente son presentados primero en Cine Colombia y luego son masificados en los demás oferentes del mercado.⁶

En cuanto al acceso a tecnología audio visual, existen diferentes proveedores a nivel internacional y en general, siempre y cuando se cuente con los recursos económicos necesarios, el acceso a los equipos tecnológicos no tiene restricciones.

En los últimos 5 años la tendencia tecnológica del sector está orientada a la implementación de formatos digitales y mejorar las características de sonido de las salas, estos avances, sobre todo el de los contenidos digitales, ha permitido a los exhibidores reaccionar de forma mucho más rápida en cuanto al ofrecimiento de los estrenos, dado que ya no es necesario esperar a la llegada física de las cintas, sino que los formatos digitales pueden ser enviados por internet o medios de transferencia satelital, de igual forma la reproducción

⁶ Dirección de Cinematografía del Ministerio de Cultura (2009). *Sistemas de clasificación de salas de cine*. Bogotá: Publicaciones Digitales - Dirección de Cinematografía Ministerio de Cultura – República de Colombia

de los formatos digitales es mucho más versátil y económica para los exhibidores, lo que conlleva a la reducción de los costos operativos y en consecuencia hace la operación mucho más rentable, estos últimos factores han sido aprovechados e implementados por Cine Colombia lo que ha permitido a la compañía seguir consolidándose como líder del sector.

De lo anterior se concluye, que si bien el poder de los proveedores es alto dentro de la industria, el impacto para Cine Colombia es bajo y está controlado dado su posición dominante en el mercado, sus contratos de distribución y representación, y su gran poder económico le permite tener una relativa tranquilidad y dominio frente a este factor.

Clientes.

En cuanto a los clientes de Cine Colombia, se puede definir un perfil de estratos socioeconómicos 3, 4 y 5 son personas con una capacidad adquisitiva media alta, esto tiene mucha relación con la ubicación de las salas de cine y multiplex, normalmente ubicados en Centros Comerciales, existe alta concentración de espectadores en los rangos de edades de 26 a 64 años, de igual forma el segmento infantil y juvenil ha incrementado su asistencia sobre todo motivado por el formato 3D y la mayor oferta de películas exclusivas para este segmento.

En lo relacionado con el sexo de los espectadores, la distribución es equitativa, hombres y mujeres asisten casi en igual proporción, se debe resaltar que para este segmento de mercado el cine no está dentro de sus prioridades de consumo, de hecho está más relacionado con una actividad de lujo y de recreación, por lo tanto su uso es mucho más esporádico y se ve con frecuencia desplazado por la televisión y otro tipo de entretenimientos.

Podemos decir entonces que el poder de negociación de los clientes es alto, dada la gran cantidad de alternativas que pueden sustituir el servicio prestado, sin embargo debido a la mejoría de las condiciones económicas del país, el mantenimiento e incluso caída de los precios de los tickets y la masificación desde

el punto de vista cultural de esta actividad, así mismo como el bajo nivel de competencia presente en el mercado, hace que la cuota de espectadores captada sea más que suficiente para garantizar la rentabilidad de la operación de la compañía, no obstante Cine Colombia realiza grandes esfuerzos en la fidelización y captura de espectadores por medios como la tarjeta CINECO, incentivar la asistencia a cine no comercial, transmitir la temporada de ópera, conciertos, precios especiales en horarios de bajas asistencia, etc.

Barreras de entrada.

La industria del cine en Colombia presenta grandes barreras de entrada para nuevos posibles competidores, esto ayuda de forma sustancial a la consolidación en el mercado de Cine Colombia y las grandes multinacionales del cine presentes en el país. La principal barrera de entrada al sector radica en los altos costos de inversión necesarios para el inicio de la operación, es por esto que solo las grandes compañías del sector se han mantenido y siguen creciendo, por el contrario los exhibidores independientes y teatros municipales han tendido a desaparecer del escenario.

Otro factor predominante del sector es la generación de economías de escala, los competidores fuertes del mercado tienen en común poseer salas múltiples con variadas funciones en diferentes horarios y para todo tipo de población, esto les permite sacar el mayor provecho de la infraestructura con la que cuentan, al mismo tiempo que reducen costos operacionales, para los exhibidores independientes quienes poseen una o máximo dos pantallas, es imposible llevar a cabo esta misma estrategia.

Tal y como se presenta las barreras de entrada juegan a favor de Cine Colombia, y es muy seguro que la empresa al igual que los demás competidores fuertes del mercado tenga firmes intereses en ayudar a fortalecerlas, dado que han hecho un nivel de inversiones muy importante para mantener su posición en el mercado.

Rivalidad entre Competidores.

La rivalidad entre competidores del mercado es baja, lo cual resulta muy positivo para la operación de todos los oferentes, Cine Colombia tiene centrada su operación en los mercados de las grandes ciudades del país, mientras que la gran mayoría de competidores le apuntan a los mercados de las ciudades intermedias. Los ataques directos entre competidores son poco frecuentes, podría intuirse un acuerdo tácito propio del análisis de la teoría de juegos, el cual implica que cada competidor del mercado tiene muy claro que un mercado en crecimiento es mucho más sano y rentable para todos cooperar entre sí, y no generar un guerra de precios o innecesarios gastos en infraestructura o publicidad que terminarían por afectar la rentabilidad de los oferentes.

En la actualidad solo algunos competidores del mercado mantienen precios por debajo del promedio del mercado, sin embargo esto obedece más a una acción de supervivencia que a un enfrentamiento con la competencia, por otro lado también juegan factores como el tipo de mercado al que se encuentran dirigidos, o porque la infraestructura tecnológica con la que cuentan no es competitiva comparada con los estándares de la industria.

Como puede verse, este factor tiene un impacto bajo para Cine Colombia y en términos generales no afecta de forma sustancial la estrategia de funcionamiento de la empresa.

Productos Sustitutos.

Los productos sustitutos para la industria del cine son varios, se destaca la televisión, los distribuidores de películas y contenidos digitales pagos a través de la web, la televisión por suscripción y en épocas recientes la piratería juega un papel muy adverso para la industria del cine.

Es poco lo que la empresa puede hacer frente a factores como la piratería, tanto de forma física como por internet, es un fenómeno global que afecta la industria en todo el mundo, en cuanto a los demás sustitutos la clave definida por la compañía es centrar su atención de forma especial en ofrecer a los espectadores una

buena combinación de tecnología de punta, comodidad, servicio y sobre todo mantenerse a la vanguardia de los estrenos más importantes a nivel mundial.

El poder de los productos sustitutos es alto, el factor de mayor peligro para la empresa es la piratería, los espectadores en ocasiones pueden tener acceso a los estrenos a través de internet casi que de forma simultánea con los estrenos en las salas de cine, es por esto que la empresa y los demás oferentes del mercado deben presionar a las instituciones reguladoras para que se generen mayores controles sobre este tipo de infractores.

Análisis del mercado

El mercado del cine en Colombia se caracteriza por estar pasando por uno de los mejores momentos, es muy dinámico y viene creciendo a unas tasas muy importantes durante la última década, como se presentó en el análisis de las 5 fuerzas de Porter, el mercado se encuentra dominado por pocos oferentes y alta concentración de la infraestructura en los centros comerciales, pocos exhibidores le apuntan al incremento de la oferta en los mercados de las grandes ciudades, pues aunque en estas ciudades se concentra una considerable parte de los espectadores nacionales, la infraestructura instalada es más que suficiente con las actuales tasas de asistencia a las salas por parte de los espectadores, en consecuencia los oferentes del mercado han empezado a ampliar su oferta en el mercado de las ciudades intermedias.

Los precios de los tickets han tendido a reducirse comparativamente con los de los años anteriores, y la cifra de asistencia sigue creciendo de forma permanente, a continuación se presenta un resumen gráfico de estos comportamientos del mercado colombiano, según datos del primer boletín del sector cinematográfico colombiano elaborado por Fedesarrollo para Proimagenes en el 2011.

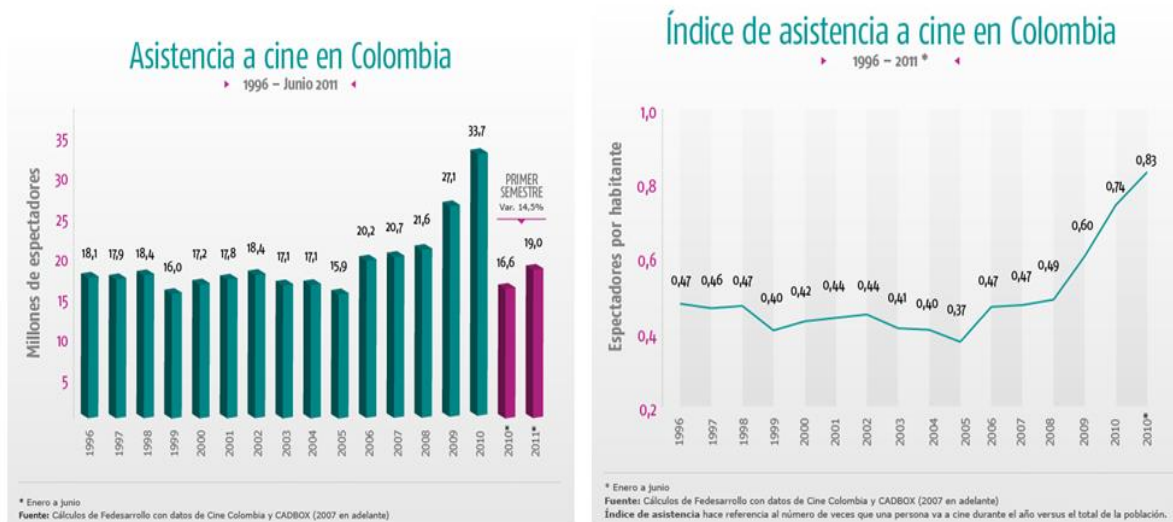


Figura 8. Asistencia a cine de los colombianos. Fuente: Fedesarrollo (2011), Primer Boletín del sector cinematográfico colombiano. Recuperado de: <http://www.fedesarrollo.org.co/wp-content/uploads/2011/08/Primer-Bolet%C3%ADn-sobre-el-Sector-Cinematogr%C3%A1fico-Colombiano.-Julio-2011-Cine-Final-PDF-Proim%C3%A1genes.pdf>

Como puede observarse en el gráfico 8, los niveles de asistencia de los últimos tres años registrados en el informe son ascendentes y presentan cifras de espectadores superiores a los 33 millones de espectadores, en cuanto al índice de asistencia por habitante se observa una clara tendencia de crecimiento en los últimos 5 años de la década pasada, estos datos confirman el crecimiento en la preferencia de los colombianos del cine como una de las alternativas más llamativas en la lista de actividades de esparcimiento y diversión, sin embargo, como se ha mencionado con anterioridad este indicador es aún bajo comparado con el de otros países latinoamericanos.

En los aspectos relacionados con los precios de la boletería y las taquillas, el gráfico 9, presenta un claro descenso en las tarifas de los tickets, analizado a precios constantes, por otro lado también es importante resaltar la concentración de las taquillas en ciudades

principales como Bogotá, Medellín y Cali, esta tendencia explica porque la mayoría de nuevos competidores buscan ubicarse en los mercados de ciudades intermedias, ya que son aquellos que tiene mayor potencial de crecimiento, mientras que el de las ciudades principales se encuentran en un estado claro de madurez.



Figura 9. Evolución del precio de los tickets y taquilla. Fuente: Fedesarrollo (2011), Primer Boletín del sector cinematográfico colombiano. Recuperado de: <http://www.fedesarrollo.org.co/wp-content/uploads/2011/08/Primer-Bolet%3ADn-sobre-el-Sector-Cinematogr%3A1fico-Colombiano.-Julio-2011-Cine-Final-PDF-Proim%3A1genes.pdf>

SEGMENTACIÓN: EMPRESAS, USUARIOS PARTICULARES

Tamaño y situación del mercado

Cine Colombia desarrolla su actividad económica exclusivamente en Colombia, los productos y servicios ofrecidos por la empresa están dirigidos a los estratos socioeconómicos 3, 4 y 5, no obstante la empresa viene adelantado una estrategia de penetración en estratos 2 por medio del establecimiento de salas multiplex en sectores de bajos ingresos.

En la actualidad Cine Colombia es la empresa líder del mercado de exhibición y distribución cinematográfica en Colombia, posee una cuota aproximada del 50% del mercado total colombiano, vale la pena resaltar que el mercado global de espectadores en Colombia se estimó para el años 2012, en

aproximadamente 38,6 millones de espectadores y es muy probable que para el año 2013 cierre en una cifra cercana a los 40 millones de espectadores. La mayor concentración de espectadores, aproximadamente un 70% de ellos, se focaliza en ciudades principales del país como: Bogotá, Cali, Medellín, Barranquilla y Cartagena.

En cuanto a los competidores más fuertes del sector para Cine Colombia, se destacan Cinemark, Royal Films, Procinal, y recientemente ha entrado en la escena Cinopolis, pero dado que su incursión es reciente y su participación en la oferta se ha dado en el mercado de ciudades intermedias su efecto en el mercado de las grandes ciudades es nulo, a continuación se presentan las participaciones de los 4 exhibidores más representativos en las ciudades más grandes del país:

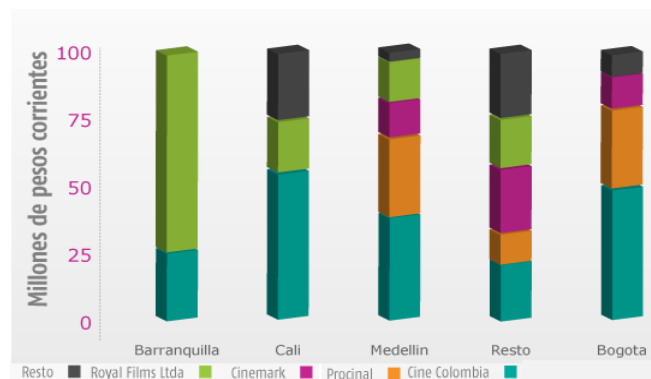


Figura 10. Participación de los oferentes en las principales ciudades del país. Fuente: Fedesarrollo (2011), Primer Boletín del sector cinematográfico colombiano. Recuperado de: <http://www.fedesarrollo.org.co/wp-content/uploads/2011/08/Primer-Bolet%C3%ADn-sobre-el-Sector-Cinematogr%C3%A1fico-Colombiano.-Julio-2011-Cine-Final-PDF-Proim%C3%A1genes.pdf>

Área geográfica

Cine Colombia tiene una presencia muy fuerte en el mercado de las ciudades principales del país, esta presencia se consolida no solo por el número de multiplex o sedes en funcionamiento si no por el número de

pantallas existente en cada uno de ellos, en general la presencia de la empresa en el territorio nacional se puede observar de forma mucho más clara en el gráfico que se presenta a continuación:

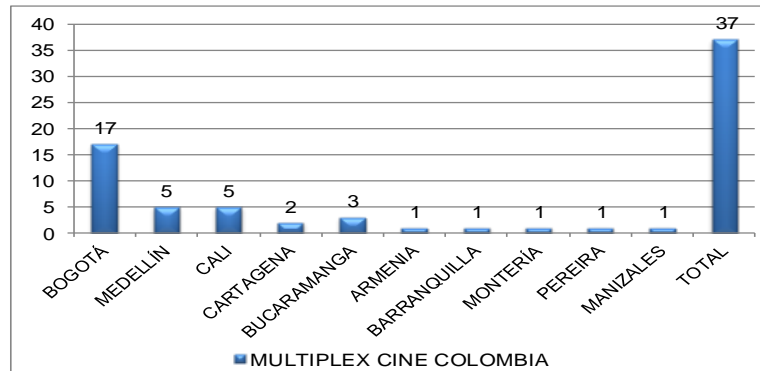


Figura 11. Distribución de las sedes de Cine Colombia en el territorio Nacional. Fuente: Elaboración propia, con base en los datos del portal corporativo de Cine Colombia. Recuperado de: <http://www.cinecolombia.com/bogota>

En lo relacionado con la presencia de los competidores en el mercado nacional, estos han preferido centrar su oferta en el mercado de las ciudades intermedias, lugares en los que si bien la afluencia de público es mucho menor que en las grandes capitales, ser los únicos oferentes del servicio de exhibición cinematográfico les garantiza cubrir sus costos operativos y obtener unos márgenes de rentabilidad igualmente interesantes.

Dentro de las ciudades más llamativas para los nuevos oferentes del mercado se encuentran: Armenia, Manizales, Pasto, Neiva, Pereira, Tunja, Valledupar, Palmira, Santa Marta y Popayán.

ANÁLISIS COMPARATIVO

Empresas comparables en la industria

Dadas las características de la industria y segmento de mercado objetivo, las empresas que podrían considerarse comparables son única y exclusivamente aquellas que desarrollan el mismo tipo de actividad

económica, de acuerdo con la información consultada, en Colombia solo existen 5 grandes empresas que dominan el mercado, las cuales son: Cine Colombia, Cinemark, Royal films, Procinal y Cinepolis, de igual forma existe un reducido grupo de oferentes independientes y pequeñas compañías que sumados en su totalidad no tienen más del 13% de las sillas disponibles en Colombia, sin embargo aunque su infraestructura es algo representativa, la participación en la taquilla es realmente inferior al 5%, esto se debe principalmente a la baja oferta de estrenos y la infraestructura obsoleta comparada con la tecnología disponible en las salas de los 5 competidores fuertes del mercado.

Las empresas del sector ofrecen el servicio de exhibición y distribución cinematográfico, complementan su servicio con la oferta de confitería, comidas rápidas y en algunos casos heladería, en este aspecto lleva la vanguardia Cine Colombia dado el convenio con diversas marcas del sector que le permiten ganar unos puntos adicionales en la preferencia de los espectadores, es común encontrar dentro de los multiplex ofertas de productos de marcas destacables como Juan Valdés, Barras de sushi, y algunas heladerías.

En lo relacionado con los servicios de parqueo, el cual se torna en un factor muy importante sobre todo en las grandes ciudades del país, la mayoría de oferentes han decidido ubicarse en Centros Comerciales con los cuales realizan convenios para que las tarifas de parqueo no sean cobradas a sus clientes, usualmente por un espacio de tres horas.

En la oferta de estrenos Cine Colombia ha logrado posicionarse como una empresa líder, como ya se mencionó en este punto juega un papel muy importante los contratos de representación y distribución de las productoras FOX y Warner en el país, en cuanto a la oferta de cine no comercial Cine Colombia a diferencia de las otras grandes cadenas, ha reservado uno de sus multiplex para este tipo de propuestas cinematográficas, el multiplex del centro comercial avenida Chile en la ciudad de Bogotá es reconocido por su oferta de cine no comercial y propuestas alternativas.

Finalmente se presenta un comparativo a nivel de infraestructura que permite entender mejor, el porqué de la posición dominante de Cine Colombia en este sector.

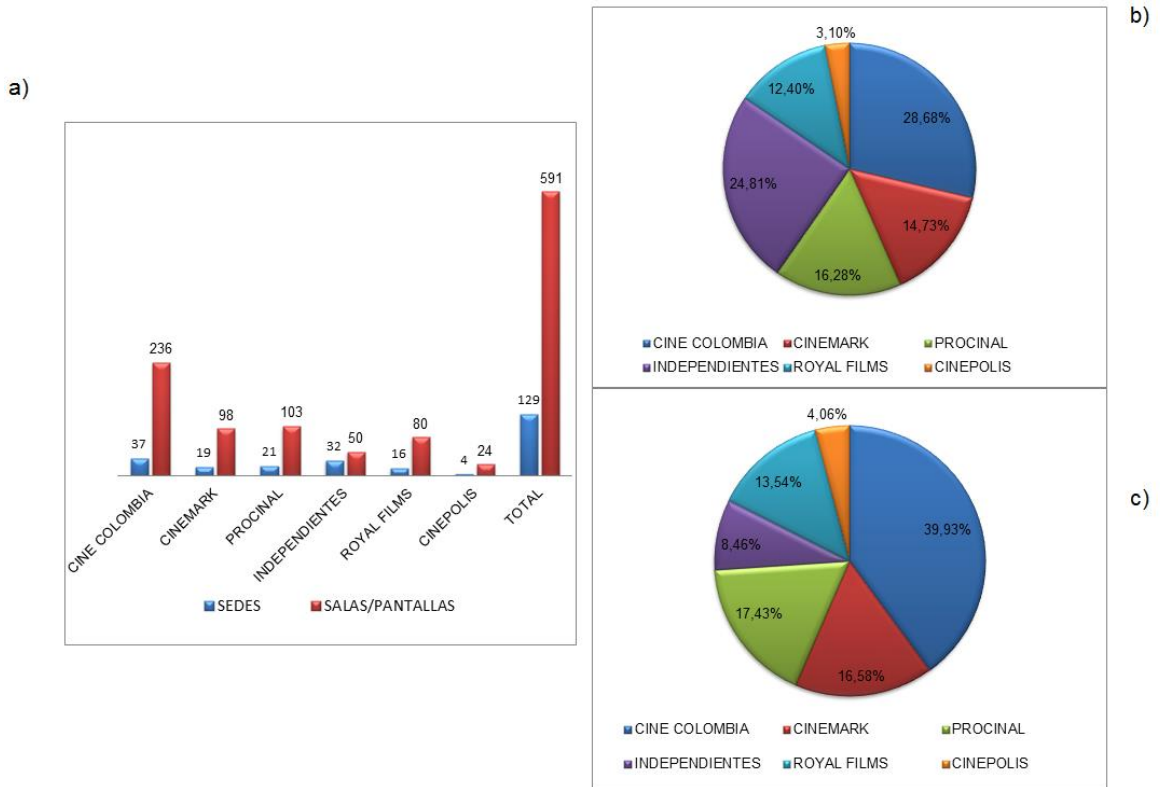


Figura 12 a) Infraestructura de los cines en Colombia; b) Participación porcentual por oferente en el total de sedes/multiplex de cine en Colombia; c) Participación porcentual por oferente en el total de salas/pantallas de exhibición disponibles en Colombia. Fuente: Elaboración propia, con base en los datos de: Documento de investigación Turbulencia empresarial en Colombia: sector cines, de la Universidad del Rosario (2011). Actualizado mediante consulta de los sitios web corporativos de: Cine Colombia, Cinemark, Royal films, Procinal y Cinepolis.

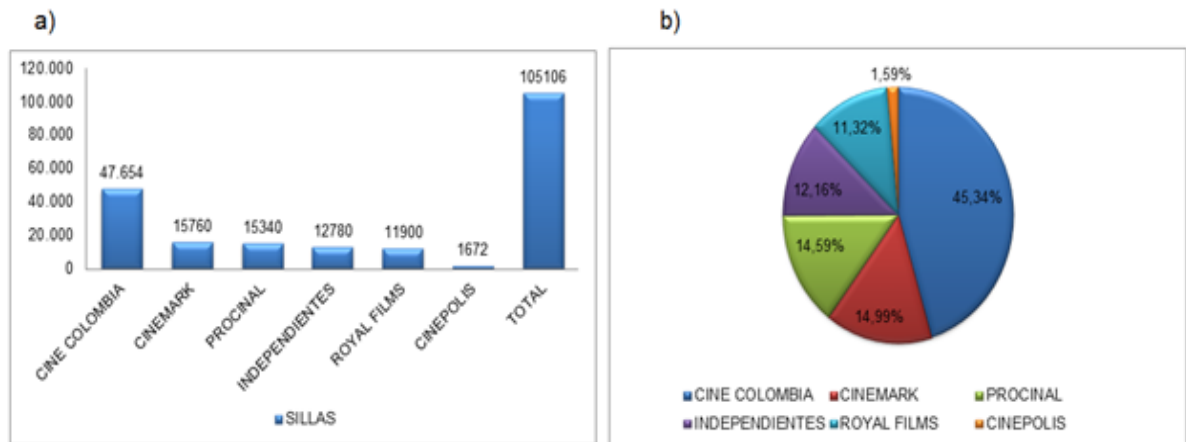


Figura 13. a) Número de sillas disponibles en Colombia en las salas de exhibición servicios cinematográficos; b) Distribución porcentual del número de sillas por oferente. Fuente: Elaboración propia, con base en los datos de: Documento de investigación Turbulencia empresarial en Colombia: sector cines, de la Universidad del Rosario (2011). Actualizado mediante consulta en los sitios web corporativos de: Cine Colombia, Cinemark, Royal films, Procinal y Cinepolis.

ANÁLISIS DE ACCIONISTAS

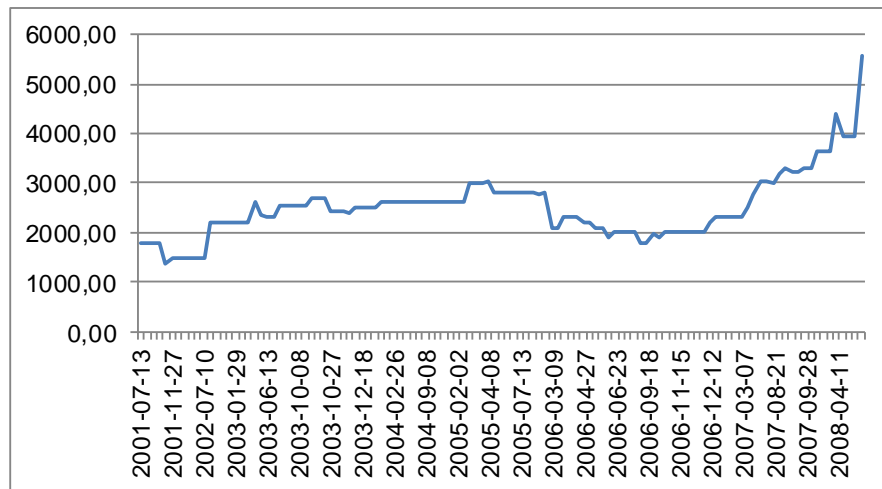


Figura 14. Comportamiento histórico del precio de cierre de la acción de CINECO 2001- 2008. Fuente: Elaboración propia, datos del Centro de Información Bursátil Gerencia de Operaciones y Servicio al Cliente Bolsa de Valores de Colombia (2013).

De acuerdo con la información del Centro de Información Bursátil de la Bolsa de Valores de Colombia, la acción de CINECO durante su periodo de permanencia en el mercado se caracterizó por tener un nivel de bursatilidad mínimo, su precio nominal fue de \$950 y el precio máximo alcanzado estuvo en de \$4.350 la última marcación realizada se llevó a cabo el día 19 de noviembre del 2008.

En la OPA⁷ de octubre del 2008 realizada por el grupo VALOREM, se llevó a cabo la valoración de las acciones de la compañía por medio de la banca de inversión Latinvestco S.A., cuya idoneidad fue comprobada previamente por la Superintendencia Financiera, de este ejercicio de valoración se determinó que la acción de Cine Colombia debería tener un valor mínimo de \$3.945 y un máximo de \$4.361, en consecuencia se determinó que el

⁷ Oferta pública de Adquisición.

precio base para la negociación podría estar determinado por un valor de \$4.153 por acción. Sin embargo el grupo VALOREM realizó una oferta de \$5.563,82 por acción, dada esta situación el oferente pudo adquirir el 58,99% de la acciones de Cine Colombia haciéndose al control total de la compañía.

La información anterior puede verse de forma resumida en las tablas 2 y 3:

Tabla 2. Información Acción Cineco

Nemotécnico	CINECO
Estado	Inhabilitada
Condición mercado	Libre
Código Supervalores	COO10PAAO000
Emisor	CINE COLOMBIA
Bursatilidad	Mínima
En circulación	66,523,862
Valor nominal	950.00
Precio base	3,955.00
Precio mínimo	3,560.00
Precio máximo	4,350.00

Fuente: Tomado de portal institucional de la BVC (2013), recuperado de:

<http://www.bvc.com.co/bvcweb1/mostrarpagina.jsp?codpage=80&nemotecnico=CINECO&tiponemo=1>

Tabla 3. Resumen precios Cineco

Resumen de mercado a: 2008-11-19 15:39:57.0	
Última marcación	19/11/2008 15:39
Precio menor	0.00
Precio medio	0.00
Precio mayor	0.00
Precio cierre	0.00
Precio ayer	5,563.82
Variación absoluta	-5,563.82
Variación %	-100

Fuente: Tomado de portal institucional de la BVC (2013), recuperado de:

<http://www.bvc.com.co/bvcweb1/mostrarpagina.jsp?codpage=80&nemotecnico=CINECO&tiponemo=1>

VALORACIÓN

Resultados financieros

A continuación se presentan los indicadores más relevantes calculados con base en los datos históricos de la compañía:

Tabla 4. Indicadores Históricos Cine Colombia

INDICADOR	DATOS HISTÓRICOS CINE COLOMBIA 2000 - 2012												
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
RAZÓN CORRIENTE	0,53	0,90	1,36	0,91	0,39	0,20	0,21	0,30	0,35	0,49	0,42	0,47	1,19
ENDEUDAMIENTO SOBRE PATRIMONIO	23,46%	22,57%	23,23%	19,21%	33,20%	41,48%	37,01%	31,07%	26,50%	27,88%	39,00%	39,19%	41,56%
ENDEUDAMIENTO SOBRE ACTIVO	19,00%	18,41%	18,85%	16,11%	24,93%	29,32%	27,01%	23,71%	20,95%	21,80%	28,06%	28,16%	29,36%
VENTAS	15,49%	24,28%	25,32%	19,38%	23,01%	13,75%	24,16%	16,55%	17,57%	18,01%	20,77%	19,46%	23,66%
ROE	7,59%	13,78%	14,74%	9,66%	11,85%	7,33%	11,92%	8,13%	7,97%	8,71%	12,42%	12,40%	16,02%
ROA	6,15%	11,24%	11,96%	8,10%	8,90%	5,18%	8,70%	6,20%	6,30%	6,81%	8,93%	8,91%	11,32%
MARGEN BRUTO	91,52%	90,89%	91,74%	90,80%	91,03%	90,23%	88,94%	88,20%	87,96%	87,47%	87,40%	83,69%	89,15%

Fuente: Elaboración propia con base en datos del Sistema de Información Superintendencia de Sociedades (2013), Estados Financieros Cine Colombia, periodo 2000 – 2012

De igual forma en la tabla 5, podemos revisar los indicadores financieros resultantes de la proyección con el fin de identificar la coherencia de los resultados obtenidos.

Tabla 5. Indicadores Proyectados Cine Colombia

INDICADOR	INDICADORES FINANCIEROS PROYECCIONES CINE COLOMBIA 2013 - 2022										
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
RAZÓN CORRIENTE	1,10	1,04	1,03	1,05	1,10	1,17	1,23	1,25	1,25	1,20	
ENDEUDAMIENTO SOBRE PATRIMONIO	41,61%	42,39%	43,13%	43,85%	44,52%	45,15%	45,73%	46,24%	46,70%	47,10%	
ENDEUDAMIENTO SOBRE ACTIVO	29,38%	29,77%	30,13%	30,48%	30,81%	31,11%	31,38%	31,62%	31,83%	32,02%	
VENTAS	13,92%	14,83%	15,50%	16,10%	16,63%	17,12%	17,49%	17,75%	17,92%	17,51%	
ROE	10,96%	12,54%	14,06%	15,62%	17,22%	18,84%	20,41%	21,92%	23,37%	24,26%	
ROA	7,74%	8,81%	9,82%	10,85%	11,91%	12,97%	14,00%	14,98%	15,93%	16,49%	
MARGEN BRUTO	89,15%	89,15%	89,15%	89,15%	89,15%	89,15%	89,15%	89,15%	89,15%	89,15%	

Fuente: Elaboración propia con base en la proyección de los estados financieros de Cine Colombia.

Proyecciones

Las proyecciones de los estados financieros de la compañía fueron realizadas teniendo en cuenta los siguientes supuestos:

Variables macroeconómicas.

Las variables macroeconómicas utilizadas en el cálculo de las proyecciones se presentan a continuación:

Tabla 6. Indicadores Macroeconómicos

INDICADOR	INDICADORES MACROECONÓMICOS														
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Precios al consumidor (IPC)	7,7%	2,00%	3,17%	3,73%	2,44%	3,30%	3,01%	3,06%	3,14%	3,10%	3,06%	3,06%	3,06%	3,06%	3,06%
Precios al Productor (IPP)	5,6%	1,3%	9,0%	4,4%	4,0%	3,6%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
PIB (variación anual)	3,5%	1,7%	4,0%	5,9%	4,0%	4,4%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Tasa de interés (DTF E.A. fin de año)	9,7%	6,1%	3,5%	4,9%	4,6%	5,4%	5,3%	4,9%	5,0%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Tasa de interés (DTF promedio anual)	6,3%	8,0%	9,7%	3,7%	4,4%	5,6%	5,3%	5,4%	5,0%	4,9%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Precios al consumidor (IPC) (E.E.UU)	0,7%	1,9%	1,6%	2,8%	2,6%	2,8%	2,4%	2,6%	2,4%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%

Fuente: Investigaciones Económicas Bancolombia (2013). Recuperado de:

<http://investigaciones.bancolombia.com/inveconomicas/sid/28652/2013020713374797.pdf>

<http://investigaciones.bancolombia.com/InvEconomicas/sid/24026/20110100609145721.pdf>

Ingresos operacionales.

Para la proyección de los ingresos se tuvo presente el comportamiento histórico de las ventas en el periodo comprendido entre los años 2000 y el 2012, de este análisis se pudo determinar que las ventas de Cine Colombia durante ese periodo han crecido a una tasa promedio del 13,01%, sin embargo para la realización de las proyecciones se tomó como base una tasa un poco más conservadora del 11%, se considera que esta tasa de crecimiento es adecuada teniendo presente condiciones como: la baja tasa de ocupación de las instalaciones y el bajo índice de asistencia a cine por habitante, estos indicadores nos permiten determinar un

potencial de crecimiento muy importante dadas la características del mercado ya mencionadas con anterioridad.

Costos operacionales y demás cuentas del estado de resultados.

Los costos de ventas de la compañía y las demás cuentas que componen las proyecciones de los estados de resultados de la compañía, fueron calculados teniendo en cuenta el porcentaje que representan en el histórico con respecto a los ingresos operacionales, una vez calculados estos porcentajes se determinó el promedio histórico entre los años 2000 al 2012, este promedio fue aplicado como el porcentaje de ajuste para las proyecciones realizadas hasta el año 2022.

Cuentas del activo corriente.

Las proyecciones de las cuentas que componen el activo corriente fueron determinadas teniendo en cuentas las rotaciones históricas de las cuentas por cobrar, los inventarios, el disponible, y los pagos anticipados, los días del año base utilizado para el cálculo fue de 365 días, teniendo en cuenta que la actividad de la compañía se realiza prácticamente de forma ininterrumpida a lo largo de todo el año.

Inversiones en Propiedad Planta y Equipo.

Las inversiones en PPE para la compañía fueron determinadas de acuerdo con el promedio histórico de la compañía durante los últimos 5 años, de igual forma se tuvo en cuenta la estrategia de actualización permanente de tecnología y la expansión de la operación a compañía al mercado de las ciudades intermedias, dado que es el mercado que realmente ofrece oportunidades de crecimiento en el largo plazo. Los ajustes de inversión en PPE como porcentajes de los ingresos operacionales son presentados a continuación:

Tabla 7. Ajustes porcentuales en la inversión de PPE

INDICADOR	AJUSTE PORCENTUAL EN LA INVERSIÓN EN PPE - CINE COLOMBIA									
	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020	2.021	2.022
Incrementos en PPE como porcentaje de las ventas	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	6,0%	7,0%	8,0%	9,0%

Fuente: Elaboración propia con base en la proyección de los estados financieros de Cine Colombia

La inversión en este tipo de activos se prevé como mecanismo de actualización de las salas a nivel nacional, dada la necesaria y frecuente actualización que se requiere en los proyectores digitales, sonido e infraestructura de las salas, inversiones necesarias para mantenerse a la vanguardia tecnológica. No se determinan inversiones considerables en la apertura masiva de nuevas salas ya que los niveles de ocupación de las actuales es bajo, solo se presentan picos de uso de las salas los fines de semana.

Cuentas del pasivo corriente.

Al igual que las cuentas del activo corriente, las proyecciones del pasivo corriente fueron obtenidas teniendo en cuenta las rotaciones de las cuentas en años anteriores.

Pasivos de largo plazo.

En cuanto a las deudas de largo plazo no se prevé la adquisición de una nueva deuda, dado que la generación de flujo de caja para reinversión en la compañía es suficientemente amplia como para financiar los ajustes de infraestructura ya definidos, como se mencionó en el análisis de gestión de la compañía la deuda de Cine Colombia creció sustancialmente en el año 2010 muy seguramente para financiar las ampliaciones de infraestructura de ese mismo año, esta deuda llegó a la cifra de \$30.000 millones, para las proyecciones de los estados financieros se definió realizar el pago de la misma durante el horizonte de proyección.

La tasa de interés con la cual se calculó el pago de la deuda de largo plazo se determinó teniendo en cuenta el costo de créditos corporativos de Bancolombia para créditos de 5 a 10 años definida en el mes de marzo

del 2013, la cual se estableció en la DTF más un spread de 10,62% E.A⁸. Es muy probable que la compañía tenga un costo de la deuda inferior, sin embargo en el proceso de recopilación de la información fue imposible acceder a este dato mediante fuentes confiables.

Capitalización.

Durante el periodo de proyección no se prevé nuevas capitalizaciones de la compañía, en consecuencia la estructura de la cuenta de capital se mantiene durante el horizonte de planeación.

Reservas.

De acuerdo con datos históricos de la compañía obtenidos en el centro de información Bursátil de la BVC se determinó que el payout realizado por Cine Colombia durante su permanencia en el mercado de valores estaba en promedio en un 90%, de acuerdo con lo anterior la tasa de retención de utilidades definida para las proyecciones fue del 10%.

Parámetros de la Valoración

Para la valoración de Cine Colombia se ha definido como método el descuento de flujos de caja, sin embargo el eje central del análisis de la valoración está orientado a observar y entender el impacto de la tasa de crecimiento “g” en el cálculo del valor terminal de los flujos de caja y en la determinación del valor operativo de la compañía, como ejercicio complementario se contrastarán los resultados obtenidos con los de la valoración por medio del EVA, esto se realiza con la intención de analizar la relación de la determinación de la tasa g con los inductores de valor.

Como metodologías para la determinación de la tasa de crecimiento “g” se usará en primer lugar, el método derivado del modelo de crecimiento de Gordon, definido por la expresión:

$$g = ROE \times \text{Tasa de retención de Utilidades.}^9$$

⁸ Tasas de interés crédito corporativo Bancolombia, marzo (2013). Recuperado de: <http://www.grupobancolombia.com/bancaPrivada/corporativo/tarifas/index.asp?opcion=op1>

⁹ Dumrauf, G. (2010) *Finanzas Corporativas, un enfoque latinoamericano*, Buenos Aires. Alfa Omega.

Por otro lado se usará la metodología de finida por: Mc kinsey & Company la cual define la tasa “g” como:

$$g = IR \times ROIC^{10}$$

Dónde: IR = tasa de reinversión y el ROIC = tasa de retorno sobre el capital operativo invertido.

Además de estas condiciones, los parámetros más importantes definidos para el proceso de valoración de la compañía se muestran a continuación:

Tasa libre riesgo.

La tasa libre de riesgo fue calculada teniendo en cuenta el rendimiento de los Yield Bonos EE.UU. a 10 años y el Spread de Bonos República Colombia, en consecuencia el valor de la tasa calculada y usada en la valoración fue de: 2,9%¹¹. Se consideró importante incluir dentro del cálculo de la Tasa libre de riesgo el spread de los Bonos República de Colombia, dado que el inversionista en nuestro país debe tener presente el rendimiento pagado por los Bonos Colombianos ya que esta sería en realidad el punto de comparación con cero riesgos en nuestro país.

Lo anterior además se explica, si se tiene en cuenta que al determinar la tasa libre de riesgo basada solamente en el rendimiento de los Yield Treasury Bond, el inversor terminará por percibir un mayor rendimiento del mercado en nuestro país, porque la tasa libre riesgo sería mucho menor, y por ende elevaría sus expectativas de rendimiento en cuanto al patrimonio invertido en esta o cualquier otra compañía en Colombia, como es de esperar esto tiene como consecuencia una disminución en el valor de la compañía y el precio de la acción.

¹⁰ Mc kinsey & Company. (2010) *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, University Edition, New Jersey. John Wiley & Sons Inc.

¹¹Fuente: INDICADORES DE RIESGO PARA PAÍSES EMERGENTES: Índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBIG) (2013).

Incluir el spread de los Bonos colombianos dentro de la tasa libre de riesgo reconoce el mayor nivel de confianza por parte de los inversionistas en el mercado nacional, es decir se tiene en cuenta el buen momento de la economía nacional.

Beta.

El beta utilizado en la valoración de Cine Colombia se obtuvo de las Betas de Damodaran, el valor usado es de 1,24¹² correspondiente al sector de entretenimiento.

Tasa Impositiva.

La tasa impositiva utilizada en la valoración es del 33%.

Devaluación (Diferencial Inflación COP/USA).

Diferencial de inflación de largo plazo entre USA y Colombia, calculada según datos de los estudios macroeconómicos de Bancolombia.¹³

Rendimiento del mercado.

El rendimiento del mercado fue determinado por medio del análisis del indicador S & P 500, para este propósito se utilizaron los datos históricos del indicador entre enero del 2009 y diciembre del 2012, con base en estos datos se calculó el rendimiento continuo mensual del indicador para después llevarlo a un rendimiento anual, una vez obtenidos los rendimientos anuales se procedió a determinar un rendimiento promedio, el valor obtenido de este ejercicio fue de 12,410%, el procedimientos se puede observar en detalle en los anexos de este documento.

¹² Fuente: DAMODARAN ON LINE. Recuperado de: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

¹³ Fuente: Investigaciones Macroeconómicas Bancolombia. Recuperado de: <http://investigaciones.bancolombia.com/InvEconomicas/sid/24026/20110100609145721.pdf>

Costo de Patrimonio.

De acuerdo con los parámetros anteriores se realizó el cálculo del costo de patrimonio mediante el uso del modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model)¹⁴, mediante este ejercicio se pudo determinar que el rendimiento mínimo esperado por los inversionistas a lo largo del horizonte de proyección varía de la siguiente manera:

Tabla 8. Costo del Patrimonio

COSTO DEL PATRIMONIO CINE COLOMBIA DETERMINADO MEDIANTE CAPM									
INDICADOR	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Costo de Patrimonio (Nominal en Pesos)	17,657%	17,391%	17,607%	17,340%	17,181%	17,062%	16,937%	16,808%	16,676%

Fuente: Elaboración propia con base en la proyección de los estados financieros de Cine Colombia

WACC.

El costo promedio de las fuentes de financiación de la compañía fue determinado mediante la expresión:

$$WACC = r_D \frac{D}{(D+E)} (1-T) + r_E \frac{E}{(D+E)}$$

El WACC calculado para cada uno de los periodos de proyección se puede observar en la tabla 9.

Tabla 9. WACC

WACC CINE COLOMBIA									
INDICADOR	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
WACC	16,73%	16,51%	16,77%	16,60%	16,54%	16,51%	16,47%	16,44%	16,41%

Fuente: Elaboración propia con base en la proyección de los estados financieros de Cine Colombia

¹⁴ Van Horne, J.(2002) *Fundamentos de administración Financiera*, México: Pearson Education. Páginas 103-108.

Con los parámetros definidos se procede a la realización de la valoración de la compañía, tal como se aclaró desde el principio de este capítulo, en primer lugar se presentará los resultados obtenidos de la valoración de Cine Colombia aplicando la tasa de crecimiento “g” definida por la expresión :

$$g = ROE \times Tasa \ de \ retención \ de \ Utilidades.$$

Valoración 1

Antes de presentar los resultados de la valoración es necesario analizar cómo se determinó la tasa de crecimiento “g”. Tal y como se presenta en la expresión matemática la tasa de crecimiento se obtiene de la multiplicación de la tasa de retención de utilidades por el ROE, lo anterior implica asumir que los dineros retenidos por la empresa, es decir aquellos que no son repartidos como dividendos, son reinvertidos en la operación rindiendo a una tasa igual al ROE, por lo tanto el crecimiento previsto para la empresa en ese momento dependerá única y exclusivamente de ese rendimiento adicional obtenido por la reinversión de las utilidades retenidas en la operación de la compañía.

Como se puede observar en la tabla 10, Cine Colombia retiene el 10% de la utilidades obtenidas en cada periodo, por lo tanto el 90% es repartido a sus accionistas como dividendos, el 10% retenido se asume es reinvertido en la operación de la compañía, en consecuencia mediante este enfoque se genera un crecimiento positivo para Cine Colombia en cada periodo proyectado, esta perspectiva implica que es imposible crecer para la compañía sin retener utilidades, no obstante, no es posible demostrar que efectivamente se vaya a generar ese crecimiento, dado que la empresa puede retener las utilidad pero no necesariamente reinvertirlas en la operación.

Tabla 10. Calculo tasa g primer método

	CALCULO DEL FACTOR DE CRECIMIENTO "g" = ROE * TASA DE RENTECIÓN										
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	t +1
ROE (UTILIDAD NETA/PATRIMONIO)	11,00%	12,59%	14,10%	15,66%	17,25%	18,86%	20,43%	21,94%	23,38%	24,26%	
TASA DE RETENCIÓN	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
g (ROE * % RET)	1,10%	1,26%	1,41%	1,57%	1,72%	1,89%	2,04%	2,19%	2,34%	2,43%	2,43%

Fuente: Elaboración propia con base en la proyección de los estados financieros de Cine Colombia

De lo anterior podemos deducir que hay un cierto nivel de subjetividad en la determinación del factor de crecimiento “g” ya que la política de retenciones puede fluctuar de forma drástica de un periodo a otro, cambiando sustancialmente el valor de la tasa de crecimiento y a su vez afectando el valor obtenido para la empresa, ya que la tasa de crecimiento afecta directamente la determinación del valor terminal de los flujos de caja de la compañía y así mismo su valor global.

Las variaciones de la política de retención pueden afectar la valoración de la empresa de forma negativa o positiva, todo dependerá de la perspectiva desde la que se esté realizando la valoración, es decir si se está en la posición de comprador o de vendedor.

A continuación se presentan los resultados de la valoración utilizando la tasa de crecimiento determinada por este método:

Tabla 11. Descuento del flujo de caja libre primera valoración

CALCULO DEL FLUJO DE CAJA LIBRE										t+1
EBIT	\$ 54.195.770	\$ 61.899.729	\$ 70.441.102	\$ 79.908.284	\$ 90.398.823	\$ 101.622.278	\$ 113.609.826	\$ 126.390.444	\$ 135.987.916	
Impuestos	\$ 17.884.604	\$ 20.426.910	\$ 23.245.564	\$ 26.369.734	\$ 29.831.612	\$ 33.535.352	\$ 37.491.243	\$ 41.708.847	\$ 44.876.012	
NOPLAT	\$ 36.311.166	\$ 41.472.818	\$ 47.195.538	\$ 53.538.550	\$ 60.567.212	\$ 68.086.926	\$ 76.118.584	\$ 84.681.598	\$ 91.111.903	\$ 93.321.948
Inversión Neta	\$ 15.005.837	\$ 15.006.052	\$ 15.226.567	\$ 15.485.845	\$ 15.762.083	\$ 12.348.151	\$ 8.551.342	\$ 4.323.977	\$ (1.703.582)	
Flujo de Caja Libre	\$ 51.317.003	\$ 56.478.870	\$ 62.422.105	\$ 69.024.395	\$ 76.329.294	\$ 80.435.077	\$ 84.669.926	\$ 89.005.574	\$ 89.408.321	

VALORACION POR FLUJO DE CAJA DESCONTADO										
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
FLUJO DE CAJA	\$ 51.317.003	\$ 56.478.870	\$ 62.422.105	\$ 69.024.395	\$ 76.329.294	\$ 80.435.077	\$ 84.669.926	\$ 89.005.574	\$ 89.408.321	
Valor Terminal									\$ 655.004.888	
FCL VT	\$ 51.317.003	\$ 56.478.870	\$ 62.422.105	\$ 69.024.395	\$ 76.329.294	\$ 80.435.077	\$ 84.669.926	\$ 89.005.574	\$ 744.413.209	
Factor de Descuento	0,857	0,735	0,630	0,540	0,463	0,398	0,341	0,293	0,252	
Valor Operativo Empresa	\$ 471.971.909,88	\$ 43.963.244,640	\$ 41.527.222,117	\$ 39.303.918,445	\$ 37.272.640,634	\$ 35.368.824,401	\$ 31.990.859,096	\$ 28.911.941,421	\$ 26.101.009,629	\$ 187.532.249,500

Fuente: Elaboración propia con base en la proyección de los estados financieros de Cine Colombia

El valor terminal de los flujos de caja se definió por medio de la fórmula:

$$valor\ terminal = \frac{Fc(2022) * (1 + g)}{WACC - g}$$

Reemplazando los valores en la formula obtenemos:

$$valor\ terminal = \frac{\$89408321,13 * (1 + 2,43\%)}{(16,02\% - 2,43\%)}$$

En la tabla 11 se pudo observar cómo se llega a la determinación del valor operativo de la empresa por medio del descuento de flujos de caja, una vez determinado este valor es posible terminar el ejercicio de valoración total de la empresa de la siguiente forma:

Tabla 12. Resultados primera valoración

VALORACIÓN CINE COLOMBIA - DICIEMBRE DEL 2013	
Valor Operativo Empresa	\$ 471.971.910
Inversiones Temporales	\$ 43.934.677
Otros Activos	\$ 13.365.291
Valorizaciones	\$ 62.714.434
Inversiones	\$ 234.043
Deudores largo plazo	\$ 6.723.028
Obligaciones Fin. de Corto Plazo	\$ (18.614.308)
Dividendos x Pagar	\$ (549.218)
Pasivos estimados y provisiones	\$ (4.089.293)
Diferidos	\$ (5.748.965)
Obligaciones Fin. de Largo Plazo	\$ (28.573.517)
Otros Pasivos de Largo Plazo	\$ (6.773.997)
Pasivos estimados / pensión y jub.	\$ (9.238.693)
Valor Total Empresa	\$ 525.355.391
Número de acciones	68.000.000
Valor de la Acción	\$ 7.725,81

¹⁵

Fuente: Elaboración propia con base en la proyección de los estados financieros de Cine Colombia

¹⁵ El número de acciones de la compañía es definido con base en los dato de la OPA presentada por el grupo VALOREM en octubre del 2008.

Como resultado del ejercicio de valoración obtenemos un valor de la acción de Cine Colombia de \$7.725,81, esto implica un crecimiento porcentual del precio de la acción de 38,86%, comparado con el último precio de mercado conocido de \$ 5.563,82 en el año 2008.

Como puede determinarse la diferencia entre los dos precios de la acción es considerable, esto se explica de forma muy sencilla, si se tiene en mente que el último precio de mercado de la acción conocido para Cine Colombia es del año 2008 y el precio calculado en este ejercicio corresponde al año 2013, 5 años después.

Es normal, para este caso, encontrar tales diferencias, dados los excelentes resultados que durante este quinquenio la empresa ha conseguido en cuanto a su crecimiento en ventas e incremento general de la rentabilidad operativa de la compañía.

Una vez conocido los resultados de la valoración de Cine Colombia con este método de cálculo de la tasa de crecimiento g , podemos pasar a realizar el ejercicio de valoración por el segundo método y así analizar y contrastar los resultados obtenidos.

Valoración 2

El segundo ejercicio de valoración de Cine Colombia se llevará a cabo tomando como base para la determinación de la tasa de crecimiento el modelo:

$$g = IR \times ROIC$$

$$\text{Donde: } IR = \frac{\text{Inversión neta operativa}}{\text{NOPLAT}}$$

$$ROIC = \frac{\text{NOPLAT}}{\text{Capital operativo invertido}}$$

Esta expresión implica una perspectiva diferente a la utilizada en la valoración 1, en primer lugar la tasa de crecimiento no tiene relación con las tasa de retención de las utilidades, ni con la rentabilidad del patrimonio, el enfoque es mucho más razonable y consecuente con la realidad económica de las empresas. En este caso se establece que el crecimiento de la empresa es el resultante de la combinación de dos factores: la tasa o

porcentaje del NOPLAT ¹⁶ que es reinvertido a nivel operativo en el negocio en cada año (IR) y la rentabilidad operativa del capital invertido (ROIC), en este caso sí se puede verificar la reinversión o desinversión de recursos en la operación de la empresa al pasar de un año al otro por medio del cálculo del capital operativo neto, por lo tanto la tasa de crecimiento “g” no dependerá de aspectos subjetivos, es decir hay trazabilidad de la inversión.

De acuerdo con lo expuesto, a continuación se presenta los resultados obtenidos para el cálculo de la tasa de crecimiento g y su impacto sobre el valor de la compañía.

Tabla 13. Variables generadoras de valor

VARIABLES GENERADORAS DE VALOR - CINE COLOMBIA										
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	t+1
ROIC	16,717%	20,510%	25,212%	31,132%	38,705%	48,384%	59,294%	70,672%	78,885%	78,885%
IR	-41,326%	-36,183%	-32,263%	-28,925%	-26,024%	-18,136%	-11,234%	-5,106%	1,870%	1,870%
g (ROIC* IR)	-6,908%	-7,421%	-8,134%	-9,005%	-10,073%	-8,775%	-6,661%	-3,609%	1,475%	1,475%

Fuente: Elaboración propia con base en la proyección de los estados financieros de Cine Colombia

Como puede verse en la tabla 13, los resultados difieren bastante de los obtenidos con el otro método de determinación de la tasa de crecimiento, en este caso la tasa “g” es negativa para todos los años excepto para el último año donde presenta un valor de 1,47%, esto es un efecto directo del valor obtenido para IR, como se puede verificar este valor también es negativo para todos los periodos excepto para el último, lo anterior implica que Cine Colombia durante los años 2014 a 2021 no incrementará su inversión en capital operativo neto, todo lo contrario lo reducirá al pasar de un año a otro a excepción del último periodo.

Por otro lado si se observa el ROIC, este tiene un comportamiento totalmente diferente, es positivo y creciente a lo largo del periodo proyectado, esto implica que Cine Colombia hace un mejor uso del Capital operativo neto invertido cada año, así este se reduzca, es más efectiva en su operación, esto va muy en línea con el panorama y comportamiento del sector previsto para los próximos años, como se mencionó en su

¹⁶ Net Operating Profit Less Adjusted Taxes

momento la estrategia de mediano plazo de los exhibidores es incrementar el número y frecuencia con que los espectadores visitan las salas de cine, no incrementar el ingreso por la apertura masiva de nuevas salas, lo anterior no implica que no haya inversión en infraestructura, solo que el ritmo de crecimiento e inversión en PPE¹⁷ es mucho más lento que el crecimiento esperado en los ingresos.

Vale la pena aclarar que lo anterior no implica que no se realice actualización de la infraestructura, solo que las inversiones en propiedad planta y equipo orientadas a la apertura de nuevas salas, será mucho más lenta comparada con las expansiones de la década pasada, ya que la estrategia de los oferentes es maximizar la capacidad instalada de las salas actuales.

En conclusión la empresa es mucho más rentable y eficiente a nivel operativo, de allí el crecimiento sostenido del NOPLAT, es decir produce más ingresos con menor inversión operativa, lo anterior puede verificarse en la tabla 14.

Tabla 14. Cálculo del capital invertido y flujo de caja libre segunda valoración

CALCULO DEL CAPITAL INVERTIDO										
Activos Corrientes	\$ 31.113.736	\$ 34.513.785	\$ 38.313.786	\$ 42.535.802	\$ 47.210.870	\$ 52.399.389	\$ 58.163.179	\$ 64.561.125	\$ 71.662.848	\$ 79.545.761
Pasivos Corrientes	\$ 39.008.573	\$ 44.348.179	\$ 50.076.141	\$ 56.433.520	\$ 63.488.676	\$ 71.317.367	\$ 79.872.189	\$ 89.217.299	\$ 99.422.166	\$ 109.241.272
KTNO	\$ (7.894.837)	\$ (9.834.394)	\$ (11.762.355)	\$ (13.897.718)	\$ (16.277.806)	\$ (18.917.977)	\$ (21.709.010)	\$ (24.656.174)	\$ (27.759.318)	\$ (29.695.510)
Activo Fijo Neto	\$ 225.104.558	\$ 212.038.278	\$ 198.960.186	\$ 185.868.982	\$ 172.763.225	\$ 159.641.314	\$ 150.084.196	\$ 144.480.018	\$ 143.259.185	\$ 146.898.959
Depreciación Acumulada	\$ 23.697.145	\$ 48.575.497	\$ 74.764.989	\$ 102.409.846	\$ 131.670.160	\$ 162.723.628	\$ 196.165.581	\$ 232.700.619	\$ 273.159.458	\$ 318.518.143
Activo Fijo Bruto	\$ 248.801.702	\$ 260.613.775	\$ 273.725.175	\$ 288.278.829	\$ 304.433.385	\$ 322.364.942	\$ 346.249.776	\$ 377.180.637	\$ 416.418.642	\$ 465.417.102
Total Capital Operativo Neto	\$ 217.209.721	\$ 202.203.883	\$ 187.197.831	\$ 171.971.264	\$ 156.485.419	\$ 140.723.337	\$ 128.375.186	\$ 119.823.844	\$ 115.499.867	\$ 117.203.449
CALCULO DEL FLUJO DE CAJA LIBRE CINE COLOMBIA										
EBIT	\$ 54.195.770	\$ 61.899.729	\$ 70.441.102	\$ 79.908.284	\$ 90.398.823	\$ 101.622.278	\$ 113.609.826	\$ 126.390.444	\$ 135.987.916	
Impuestos	\$ 17.884.604	\$ 20.426.910	\$ 23.245.564	\$ 26.369.734	\$ 29.831.612	\$ 33.535.352	\$ 37.491.243	\$ 41.708.847	\$ 44.876.012	
NOPLAT	\$ 36.311.166	\$ 41.472.818	\$ 47.195.538	\$ 53.538.550	\$ 60.567.212	\$ 68.086.926	\$ 76.118.584	\$ 84.681.598	\$ 91.111.903	\$ 92.455.772
Inversión Neta	\$ 15.005.837	\$ 15.006.052	\$ 15.226.567	\$ 15.485.845	\$ 15.762.083	\$ 12.348.151	\$ 8.551.342	\$ 4.323.977	\$ (1.703.582)	
Flujo de Caja Libre	\$ 51.317.003	\$ 56.478.870	\$ 62.422.105	\$ 69.024.395	\$ 76.329.294	\$ 80.435.077	\$ 84.669.926	\$ 89.005.574	\$ 89.408.321	

Fuente: Elaboración propia con base en la proyección de los estados financieros de Cine Colombia

Una vez analizado los aspectos anteriores, se presentan los resultados de la valoración de Cine Colombia utilizando la tasa de crecimiento definida por este método.

¹⁷ Propiedad planta y equipo.

Tabla 15. Determinación del valor de la terminal segunda valoración

CINE COLOMBIA									
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Flujo de Caja Libre	\$ 51.317.002,95	\$ 56.478.870,42	\$ 62.422.105,21	\$ 69.024.394,96	\$ 76.329.294,39	\$ 80.435.076,90	\$ 84.669.926,17	\$ 89.005.574,34	\$ 89.408.321,14
Valor Terminal									\$ 607.609.806,45

Fuente: Elaboración propia con base en la proyección de los estados financieros de Cine Colombia

El principal efecto del uso de la nueva tasa de crecimiento definida en 1,47% es el valor terminal de los flujos de caja, el cual tiene un valor inferior al obtenido en la valoración 1 (Ver tabla 16), los demás flujos de caja así como los factores de descuento usados en el cálculo del valor operativo de la empresa, permanecen constantes.

Tabla 16. Descuento del flujo de caja segunda valoración

VALORACION POR FLUJO DE CAJA DESCONTADO										
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Flujo de Caja Libre	\$ 51.317.002,95	\$ 56.478.870,42	\$ 62.422.105,21	\$ 69.024.394,96	\$ 76.329.294,39	\$ 80.435.076,90	\$ 84.669.926,17	\$ 89.005.574,34	\$ 89.408.321,14	
Valor Terminal									\$ 607.609.806,45	
FCL VT	\$ 51.317.002,95	\$ 56.478.870,42	\$ 62.422.105,21	\$ 69.024.394,96	\$ 76.329.294,39	\$ 80.435.076,90	\$ 84.669.926,17	\$ 89.005.574,34	\$ 697.018.127,58	
Factor de Descuento	0,857	0,735	0,630	0,540	0,463	0,398	0,341	0,293	0,252	
Valor Operativo Empresa	\$ 460.032.161,72	\$ 43.963.244,64	\$ 41.527.222,12	\$ 39.303.918,44	\$ 37.272.640,63	\$ 35.368.824,40	\$ 31.990.859,10	\$ 28.911.941,42	\$ 26.101.009,63	\$ 175.592.501,34

Fuente: Elaboración propia con base en la proyección de los estados financieros de Cine Colombia

Como se presenta en los resultados de la tabla 17, el valor total de la empresa es menor al obtenido en el primer ejercicio de valoración, por lo tanto el valor de la acción también presenta un valor inferior, en este caso el valor definido para cada acción de Cine Colombia es de \$7.550,23, esto representa un crecimiento del precio de la acción de 35,70% frente al precio del 2008 de \$ 5.563,82. Al igual que en el ejercicio anterior hay un crecimiento considerable en el precio de la acción, pero igualmente esto se debe a que el precio el último precio de mercado conocido para la acción es del 2008 y este ejercicio se realiza 5 años después.

Tabla 17. Resultados segunda valoración.

VALORACIÓN CINE COLOMBIA - DICIEMBRE DEL 2013	
Valor Operativo Empresa	\$ 460.032.162
Inversiones Temporales	\$ 43.934.677
Otros Activos	\$ 13.365.291
Valorizaciones	\$ 62.714.434
Inversiones	\$ 234.043
Deudores largo plazo	\$ 6.723.028
Obligaciones Fin. de Corto Plazo	\$ (18.614.308)
Dividendos x Pagar	\$ (549.218)
Pasivos estimados y provisiones	\$ (4.089.293)
Diferidos	\$ (5.748.965)
Obligaciones Fin. de Largo Plazo	\$ (28.573.517)
Otros Pasivos de Largo Plazo	\$ (6.773.997)
Pasivos estimados / pensión y jub.	\$ (9.238.693)
Valor Total Empresa	\$ 513.415.643
Número de acciones	68.000.000
Valor de la Acción	\$ 7.550,23

Fuente: Elaboración propia con base en la proyección de los estados financieros de Cine Colombia

Como mencioné con anterioridad el impacto del uso de diferentes tasas de crecimiento en la valoración, se refleja de forma específica en el valor terminal de los flujos de caja, por ello y ahora que conocemos los resultados de los ejercicios de valoración, podemos analizar dicho impacto en el valor de la compañía.

Efectos de la tasa de crecimiento “g” en el valor terminal de los flujos de caja.

Para poder realizar el análisis del impacto de la tasa de crecimiento g en el cálculo del valor terminal de los flujos de caja de Cine Colombia, es necesario recordar la forma de calcular dicho valor:

$$valor\ terminal = \frac{Fc(2022) * (1 + g)}{WACC - g}$$

Como se puede observar en la fórmula, el valor terminal de la empresa depende directamente de dos factores: la tasa de crecimiento y el WACC, para poder entender mejor el efecto de estos factores llevaremos a cabo el análisis de sensibilidad del valor terminal tomando como insumo los datos de los dos ejercicios de valoración, de allí sacaremos las principales conclusiones.

Tabla 18. Análisis de sensibilidad valor terminal valoración 1

SENSIBILIDAD DEL VALOR TERMINAL - VALORACIÓN 1 CINE COLOMBIA						
WACC	TASA DE CRECIMIENTO					
	1,5%	2,0%	2,43%	3,0%	3,5%	
12%	\$ 864.280.438	\$ 911.964.876	\$ 956.481.935	\$ 1.023.228.564	\$ 1.088.677.793	
14%	\$ 725.995.568	\$ 759.970.730	\$ 791.205.969	\$ 837.187.007	\$ 881.310.594	
16,41%	\$ 608.780.420	\$ 633.011.707	\$ 655.004.888	\$ 686.896.459	\$ 716.970.028	
18%	\$ 549.996.642	\$ 569.978.047	\$ 587.998.681	\$ 613.937.138	\$ 638.190.430	
20%	\$ 490.537.546	\$ 506.647.153	\$ 521.083.173	\$ 541.709.240	\$ 560.834.014	

Fuente: Elaboración propia con base en la proyección de los estados financieros de Cine Colombia

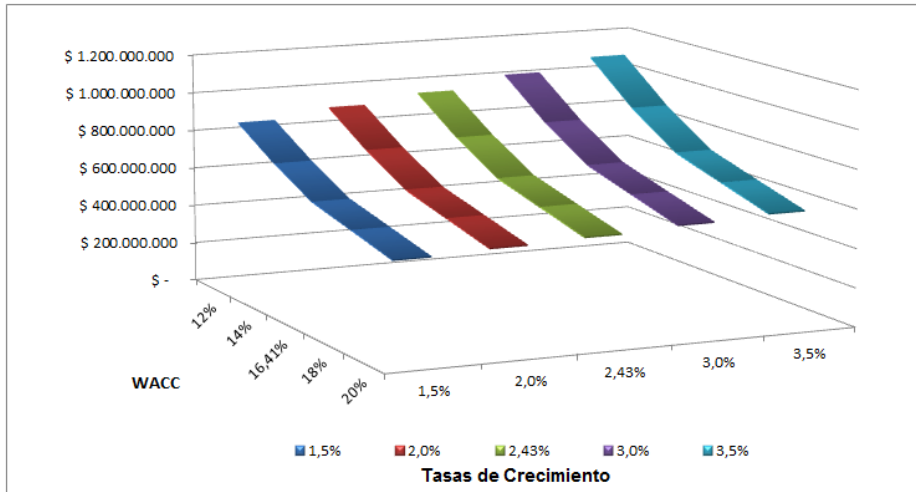


Figura 15. Gráfico análisis de sensibilidad del valor terminal de Cine Colombia, Valoración1. Fuente: Elaboración propia con base en la proyección de los estados financieros de Cine Colombia.

De acuerdo con los resultados obtenidos en el análisis de sensibilidad del valor terminal en la valoración1 de Cine Colombia, el valor terminal de la empresa se maximiza en el punto donde se combinan la mayor tasa de crecimiento del 3,5% y el menor costo promedio ponderado de las fuentes de financiación WACC del 12%, por el contrario el valor terminal de la empresa se minimiza cuando el WACC alcanza su punto máximo de 20% y la tasa de crecimiento toma el menor valor de 1,5%.

Analicemos los resultados obtenidos en el análisis de sensibilidad de la valoración 2 de Cine Colombia.

Tabla 19. Análisis de sensibilidad valor terminal valoración 2.

SENSIBILIDAD DEL VALOR TERMINAL - VALORACIÓN 2 CINE COLOMBIA						
WACC	Tasa de Crecimiento					
	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	
12%	\$ 781.350.980	\$ 820.930.949	\$ 862.011.953	\$ 911.964.876	\$ 964.668.728	
14%	\$ 665.595.280	\$ 694.633.880	\$ 724.365.722	\$ 759.970.730	\$ 796.900.254	
16%	\$ 564.887.844	\$ 586.121.903	\$ 607.609.806	\$ 633.011.707	\$ 658.985.404	
18%	\$ 513.459.216	\$ 531.190.614	\$ 549.027.949	\$ 569.978.047	\$ 591.248.575	
20%	\$ 460.796.732	\$ 475.275.812	\$ 489.753.789	\$ 506.647.153	\$ 523.677.310	

Fuente: Elaboración propia con base en la proyección de los estados financieros de Cine Colombia

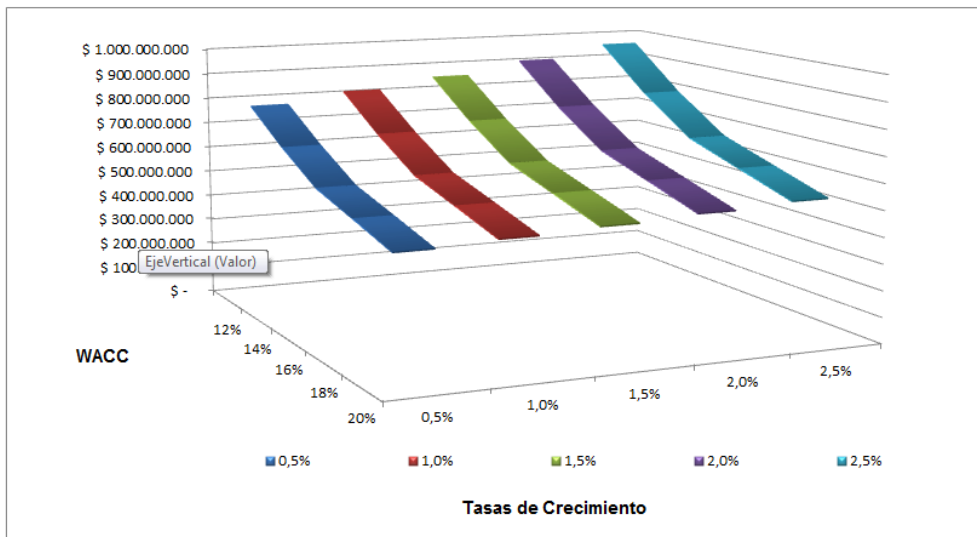


Figura 16. Gráfico análisis de sensibilidad del valor terminal de Cine Colombia, Valoración 2. Fuente: Elaboración propia con base en la proyección de los estados financieros de Cine Colombia.

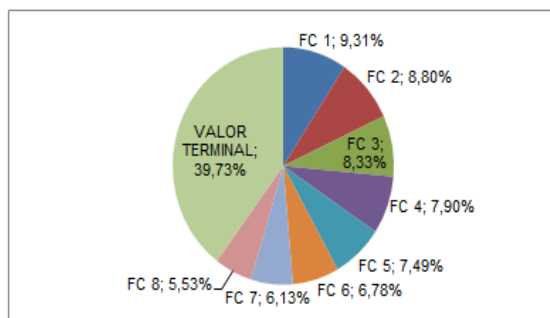
Los resultados del análisis de sensibilidad de la valoración 2 de Cine Colombia son diferentes en cuanto a los resultados numéricos, pero no así en cuanto a los impactos del WACC y la tasa de crecimiento, como se puede observar los impactos son exactamente iguales a los obtenidos en el análisis de sensibilidad de la primer valoración, es decir la empresa maximiza su valor terminal cuando logra obtener altas tasas de crecimiento y bajos costos ponderados en su estructura de financiamiento, de igual forma minimiza su valor terminal cuando sucede lo contrario: alto valores del WACC y bajas tasas de crecimiento. Como conclusión podemos decir, que si bien la tasa de crecimiento es un factor importante en el proceso de valoración de la empresa por su impacto en el valor terminal, obtener altas tasas crecimiento no es muy útil

para la empresa si este crecimiento no está acompañado de una adecuada estructura de financiación, por eso existen diversos estudios relacionados con la estructura óptima de capital, no obstante en este trabajo no se profundizará en ese aspecto ya que no es uno de los objetivos del mismo.

Retomando los resultados obtenidos en los dos análisis de sensibilidad, podemos observar como la empresa podría obtener valores terminales superiores a los obtenidos en los ejercicios de valoración con tasas de crecimiento por debajo del 2% e incluso cercanas al 1%, pero esto se lograría siempre y cuando la compañía pudiese obtener estructuras de financiación mucho más económicas, es importante tener presente que obtener valores terminales superiores implicaría tener un mayor valor operativo de la empresa, por lo tanto el precio de la acción sería superior.

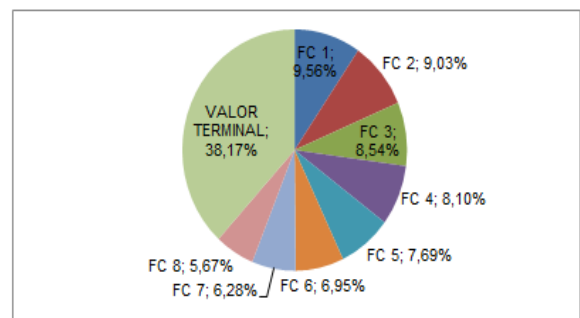
De acuerdo con lo anterior, valdría la pena preguntarse cuál es el impacto de los valores terminales en los ejercicio de valoración de Cine Colombia con la actual estructura de financiación, recordemos que los demás flujos de caja permanecen constantes y que el único factor que altera el resultado de la valoración es el valor terminal, como ya sabemos este cambia dependiendo únicamente de la tasa de crecimiento “g”, ya que el WACC es el mismo para ambos casos.

a)



VALOR OPERATIVO VALORACIÓN 1 = \$ 471.971.909,88 Valor en miles COP
 Cáculo de la tasa g = $g = ROE \times \text{Tasa de retención de Utilidades}$

b)



VALOR OPERATIVO VALORACIÓN 2 = \$ 460.032.161,72 Valor en miles COP
 Cáculo de la tasa g = $g = IRx ROIC$

Figura 17. a) Composición del valor operativo de la empresa Cine Colombia usando $g = 2,43\%$; b) Composición del valor operativo de la empresa - Cine Colombia usando $g = 1,47\%$. Fuente: Elaboración propia con base en la proyección de los estados financieros de Cine Colombia.

Tal como era de esperarse al mantener todas las variables constantes excepto la tasa de crecimiento g , el valor operativo más alto para Cine Colombia se obtiene al usar la tasa crecimiento más alta, en nuestro caso la obtenida del cálculo $g = ROE * tasa\ de\ retención\ de\ utilidades$, con valor de 2,43%. Esta situación se traduce en un mayor valor total de la empresa y del precio de la acción de Cine Colombia, tal como puede verse en la figura 17 y la tabla 20.

De igual forma es importante analizar el fuerte impacto del valor terminal en el proceso de valoración, indiferentemente del método de determinación de la tasa g usado, como se puede observar en ambos casos el valor terminal tiene un peso superior al 38% en el valor final calculado para la empresa, esto se puede explicar si recordamos que el valor terminal o residual de la empresa proviene del cálculo del valor del flujo de caja a perpetuidad para la empresa, dado que Cine Colombia posee un flujo caja bastante amplio es lógico esperar que este resultado sea muy representativo en el valor final calculado para la empresa.

Tabla 20. Comparativo precios de las acciones Valoración 1 vs Valoración 2

PRECIO DE LA ACCIÓN DE CINE COLOMBIA		PRECIO	
VALORACIÓN 1	$g = ROE \times Tasa\ de\ retención\ de\ Utilidades$	\$	7.725,81
VALORACIÓN 2	$g = R \times ROIC$	\$	7.550,23
DIFERENCIA EN EL PRECIO		\$	175,58
DIFERENCIA EN EL VALOR TOTAL DE LA EMPRESA		\$	11.939.748.164,10

Fuente: Elaboración propia con base en la proyección de los estados financieros de Cine Colombia

A simple vista parece que la diferencia entre el precio de las acciones a nivel unitario no es demasiado alto, sin embargo si lo consideramos como un valor global, la diferencia es abrumadora, existe una diferencia de más 11.000 millones de pesos entre una valoración y la otra. En consecuencia en una posible negociación para la fusión o adquisición de la compañía por parte de un tercero la tasa de crecimiento “ g ” tendría una

incidencia muy representativa en el proceso de valoración, de igual forma afectaría la posición de un inversionista con respecto a la compra o venta de las acciones, si la empresa aún cotizase en el mercado de valores.

Verificación de los resultados por medio del EVA

Del análisis anterior surge una pregunta, ¿cuál sería entonces el mejor camino para determinar la tasa crecimiento g ?, Sin lugar a dudas la mejor opción es realizar cálculo de la tasa g por medio de la expresión $g = IRx ROIC$, ya que este procedimiento refleja de forma coherente y demostrable cual es la realidad económica de la empresa, dado que permite evidenciar la verdadera tasa de reinversión de recursos en la actividad operacional de la compañía, de igual forma realizar este cálculo ayuda a demostrar que la generación de valor para los accionistas no depende únicamente del crecimiento, de hecho si analizamos el ejercicio de valoración 2, se puede observar que existen tasas de crecimiento negativas casi en la totalidad del periodo proyectado para la valoración, sin embargo la empresa genera valor para sus accionistas, aunque el valor operativo de la empresa sea menor al obtenido en el ejercicio de valoración 1.

Una buena opción de analizar y comprobar lo anterior es complementar el ejercicio de valoración, con el cálculo del valor operativo de la empresa por medio del EVA¹⁸ utilizando las dos tasas de crecimiento, en este caso el valor generado por la compañía en cada año de la proyección, se calcula utilizando la expresión $EVA = capital\ operativo\ invertido * (ROIC - WACC)$, esta expresión implica que la empresa genera valor para sus accionistas en la medida que los dineros invertidos en la operación de la empresa rinden a tasas superiores a su costo promedio ponderado de financiación WACC, por lo tanto cada vez que este spread sea positivo se habrá generado algún valor para los accionistas, así la tasa de crecimiento sea negativa, observemos esta situación en los resultados de la tabla 21.

¹⁸ Economic Value Added

Tabla 21. Valoración por EVA 1

VALORACIÓN DE CINE COLOMBIA POR EVA										
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
ROIC		16,72%	20,51%	25,21%	31,13%	38,70%	48,38%	59,29%	70,67%	78,88%
WACC		16,73%	16,51%	16,77%	16,60%	16,54%	16,51%	16,47%	16,44%	16,41%
Total Capital Operativo Neto	\$ 217.209.720,69	\$ 202.203.883,42	\$ 187.197.831,20	\$ 171.971.264,28	\$ 156.485.419,39	\$ 140.723.336,56	\$ 128.375.186,05	\$ 119.823.843,61	\$ 115.499.866,89	\$ 117.203.449,16
g (IR * ROIC)	-6,91%	-7,42%	-8,13%	-9,00%	-10,07%	-8,77%	-6,66%	-3,61%	1,47%	1,47%
EVA	\$	(21.634,65)	\$ 8.078.990,73	\$ 15.793.321,57	\$ 24.986.086,82	\$ 34.691.593,37	\$ 44.858.881,90	\$ 54.968.899,80	\$ 64.980.701,61	\$ 72.162.115,58
valor terminal										\$ 490.406.357,29
EVA y Valor Terminal	\$	(21.634,65)	\$ 8.078.990,73	\$ 15.793.321,57	\$ 24.986.086,82	\$ 34.691.593,37	\$ 44.858.881,90	\$ 54.968.899,80	\$ 64.980.701,61	\$ 562.568.472,86
Factor de descuento		0,857	0,735	0,630	0,540	0,463	0,398	0,341	0,293	0,252
MVA	\$	242.822.441,02								
(+) capital invertido 2013	\$	217.209.720,69								
Valor operativo de la Empresa	\$	460.032.161,72								

CALCULO DEL	EVA TERMINAL	
	1,47%	$EVA_{terminal} = \frac{EVA_{2022} * (1+g)}{(WACC - g)}$
	\$ 490.406.357,29	

Fuente: Elaboración propia con base en la proyección de los estados financieros de Cine Colombia

Como puede observarse, el valor operativo de la empresa calculado por medio del EVA comparado con el valor operativo de la empresa calculado en la tabla 16, tienen una correspondencia milimétrica, ambos resultados arrojan un valor operativo para la empresa de: \$ \$ 460.032.161,72, lo anterior implica una relación directa entre los inductores de valor en el EVA y el cálculo de la tasa de crecimiento $g = IRx ROIC$, es decir que la expectativas de crecimiento a perpetuidad de los flujos de caja están alineadas de forma coherente con las expectativas de generación de valor. De igual forma se comprueba la afirmación hecha con anterioridad, la cual implica que aún ante tasas de crecimiento negativas se puede generar valor, sí existe un spread positivo entre el ROIC y el WACC, tal como se demuestra en la tabla 20, dados los resultados del año 2015 en adelante.

Ahora podemos realizar el cálculo del EVA usando la tasa de crecimiento definida por $g = ROE x Tasa de retención de Utilidades$, recordemos que por este método la tasa obtuvo un valor de 2,43%, en este caso podremos observar, teniendo en cuenta los resultado de las tablas 11 y 22, que los valores operativos de la empresa calculado por el métodos de flujo de caja y el EVA no coinciden, como en el caso anterior.

Tabla 22. Valoración por EVA 2

VALORACIÓN DE CINE COLOMBIA POR EVA										
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
ROIC		16,72%	20,51%	25,21%	31,13%	38,70%	48,38%	59,29%	70,67%	78,88%
WACC		16,73%	16,51%	16,77%	16,60%	16,54%	16,51%	16,47%	16,44%	16,41%
Total Capital Operativo Neto	\$ 217.209.720,69	\$ 202.203.883,42	\$ 187.197.831,20	\$ 171.971.264,28	\$ 156.485.419,39	\$ 140.723.336,56	\$ 128.375.186,05	\$ 119.823.843,61	\$ 115.499.866,89	\$ 117.203.449,16
g (IR * ROIC)	1,10%	1,26%	1,41%	1,57%	1,72%	1,89%	2,04%	2,19%	2,34%	2,43%
EVA	\$	(21.634,65)	\$ 8.078.990,73	\$ 15.793.321,57	\$ 24.986.086,82	\$ 34.691.593,37	\$ 44.858.881,90	\$ 54.968.899,80	\$ 64.980.701,61	\$ 72.162.115,58
valor terminal										\$ 528.659.277,20
EVA y Valor Terminal	\$	(21.634,65)	\$ 8.078.990,73	\$ 15.793.321,57	\$ 24.986.086,82	\$ 34.691.593,37	\$ 44.858.881,90	\$ 54.968.899,80	\$ 64.980.701,61	\$ 600.821.392,78
Factor de descuento		0,857	0,735	0,630	0,540	0,463	0,398	0,341	0,293	0,252
MVA	\$	252.459.099,85								
(+) capital invertido 2013	\$	217.209.720,69								
Valor operativo de la Empresa	\$	469.668.820,54								

CALCULO DEL	EVA TERMINAL	
	2,43%	$EVA_{terminal} = \frac{EVA_{2022} * (1+g)}{(WACC - g)}$
	\$ 528.659.277,20	

Fuente: Elaboración propia con base en la proyección de los estados financieros de Cine Colombia

Según los resultados de la tabla 22, el valor operativo de la empresa calculado por medio del EVA usando una tasa de crecimiento de 2,43%, es de \$ \$ 469.668.820,54 si comparamos este valor con el de la tabla 11, donde se calculó el valor operativo de la compañía por medio de flujos de caja descontados utilizando la misma tasa g, podemos determinar que se obtiene un valor superior para la compañía por medio del método de flujos de caja descontados, ya que el valor obtenido en la tabla 11 fue de \$ 471.971.909,88, existe entonces una diferencia considerable de \$ 2.303.089,34, recordemos que estos datos se encuentran en miles COP.

La diferencia identificada entre estos valores usando la misma tasa de crecimiento resulta llamativa, sería de esperar que los resultados coincidiesen como en el caso de la valoración 2, sin embargo no es así. Esto se explica teniendo presente que la tasa g no es calculada usando las variables inductoras de valor, se calculó tomando como referencia la tasa de retención de utilidades, como ya lo mencioné retener utilidades no implica necesariamente crecimiento para la empresa ni mucho menos generación de valor, por otro lado el EVA sí usa para su determinación variables inductoras de valor, recordemos su cálculo: $EVA =$

*capital operativo invertido * (ROIC – WACC)*. En consecuencia los resultados del valor operativo de la empresa por medio del método de flujos de caja y el EVA nunca serían iguales al determinar la tasa de crecimiento g por métodos que no involucren las variables que permiten generar valor para la compañía.

Teniendo en cuenta lo anterior, podemos decir que la diferencia de \$ 2.303.089,34 obtenida en el cálculo del valor operativo de la empresa a favor de la metodología de flujos de caja libre, surge como la sobreestimación del potencial de generar valor a perpetuidad por parte de la compañía, ya que el cálculo del valor terminal de los flujos de caja es distorsionado por una tasa “g” que no refleja en esencia las expectativas de crecimiento reales, es por ello que al calcular el valor de la compañía usando la tasa g de 2,43% por medio del EVA, la empresa obtiene un menor valor operativo que explica que en esencia la capacidad de crecer para la empresa, teniendo en cuenta la reinversión de recursos en la actividad operativa de la empresa es un poco menor.

Vale la pena resaltar que el crecimiento de Cine Colombia es destacable, pero dadas las características de su estrategia de generar valor haciendo cada vez más efectiva su operación, y considerando que el negocio está en un etapa de madurez en los mercados más representativos, sería mucho más coherente esperar una tasa de crecimiento a perpetuidad mucho más conservadora, en nuestro caso la tasa 1,47% en vez de la del 2,43%.

Para poder entender mejor esta situación, sería muy útil complementar el análisis por medio de la comparación de los resultados obtenidos para el valor el operativo de la empresa con el método del EVA, usando las dos tasas de crecimiento, tal como se muestra a continuación:

Tabla 23. Comparativo valoraciones por EVA

DIFERENCIA EVA	TASA DE CRECIMIENTO USADA	VALOR OPERATIVO
valor calculado por EVA	1,47%	\$ 460.032.161,7
valor calculado por EVA	2,43%	\$ 469.668.820,5
Diferencia entre los valores de la empresa		\$ 9.636.658,8

Fuente: Elaboración propia con base en la proyección de los estados financieros de Cine Colombia

Como podemos ver en la tabla 23, existe una diferencia de \$ 9.636.658,8 en los valores operativos de la empresa, si tenemos presente que en este cálculo todas las variables excepto la tasa de crecimiento g son exactamente las mismas, podemos concluir que la diferencia procede del valor terminal del EVA calculado para cada caso, vemos entonces como la tasa del 2,43% afecta de forma sustancial el valor operativo de la empresa haciéndolo mucho más alto y distorsionando el valor real de la misma.

Para concluir el ejercicio podemos sumar, tal como se muestra en la tabla 24, las dos diferencias obtenidas, la primera procedente de la distorsión del valor operativo de la empresa usando la metodología de flujos de caja y el EVA calculados ambos con la tasa del 2,43% y la segunda resultante de las diferencias de los valores operativos calculados por el EVA usando las dos tasas de crecimiento definida en la tabla 23.

Este ejercicio nos permitirá comparar y entender la procedencia del diferencial obtenido en el precio de las acciones desde otra perspectiva y ratificará que la tasa de crecimiento del 2,43% genera una distorsión en el valor de la compañía

Tabla 24. Contraste de resultados

Diferencial valoración EVA vs FC usando la tasa es 2,43%	\$ 2.303.089,34
Diferencial valoración EVA usando las tasas: 1,47% y 2,43%	\$ 9.636.658,83
suma de diferencias. (valor en miles)	\$ 11.939.748,16
Valor real	\$ 11.939.748.164,10

Fuente: Elaboración propia con base en la proyección de los estados financieros de Cine Colombia

Si comparamos este resultado con el obtenido en la tabla 20, donde se calculó la diferencia en el valor de Cine Colombia obtenido por medio del precio de las acciones, podemos confirmar que las diferencias son

exactamente iguales, ambas tienen un valor de \$ \$ 11.939.748.164,10, esto nos muestra la consistencia de los resultados obtenidos en este análisis y confirma el impacto de la errada determinación de la tasa de crecimiento g en el proceso de valoración de la compañía.

Como conclusión general se puede decir que la mejor opción de determinación de la tasa de crecimiento “ g ” es aquella que está determinada en función de las variables generadoras de valor, que mide de forma exacta y demostrable la reinversión de recursos en la actividad operativa de la empresa, y que por lo tanto permite establecer una correspondencia exacta entre la valoración de la empresa realizada por medio de los flujos de caja descontados y el EVA, esta correspondencia implica una relación directa entre la promesa de generación de flujos de caja positivos a futuro y la creación de valor en la compañía.

CONCLUSIONES

Por medio de la de este trabajo se pudo llegar a las siguientes conclusiones:

- El medio más adecuado para la determinación de la tasa de crecimiento g , en un proceso de valoración de empresas es el definido por medio de Mc kinsey & Company, dado que este modelo permite obtener una tasa que se ajusta a la realidad actual de la empresa y determina las expectativas futuras de crecimiento de la empresa con base en las variables inductoras de valor.
- El modelo de determinación de la tasa de crecimiento mediante la función derivada del modelo de Gordon, no ofrece una buena medición de las expectativas de crecimiento de la empresa, ya que si bien toma como referencia la reinversión de dinero en la compañía, el medio por el cual la define no evidencia un efectivo proceso de reinversión en la operación, ya que a reinversión es medida tomando como base la retención de utilidades, como se trató en su momento, retener utilidades no necesariamente implica reinversión en la operación de la compañía.
- Tener tasas de crecimiento negativas en la operación de la empresa no implica que la empresa no pueda generar valor para los accionistas. Se generará valor para la compañía siempre y cuando los dineros reinvertidos en la compañía rindan a una tasa superior a la de la su costos promedio ponderado, es decir siempre que se presente la relación: $ROIC > WACC$.
- Cuando se realiza un proceso de valoración de una empresa por medio de la metodología de flujos de caja descontados, y la tasa de crecimiento g es definida por el modelo de Mc kinsey & Company, los resultados de la valoración deben ser

exactamente iguales a los obtenidos por medio de la valoración por EVA, dado que ambos métodos estarán basados en el efecto que sobre la compañía y su expectativas futuras, generan las variables inductoras de valor como el ROIC, el IR y el WACC.

- Presentar altas de crecimiento en el ejercicio de valoración de una empresa no implica que hay expectativas inequívocas de que el valor de la empresa haya aumentado, todo dependerá de la estructura de financiamiento que haya adoptado la empresa durante su funcionamiento. Altas tasas de crecimiento combinadas con altos valores del WACC arrojan valores terminales de los flujos de caja inferiores, a los que se pueden obtener con bajas tasas de crecimiento combinadas con bajos costos promedios ponderados de capital.
- Cine Colombia presenta un buen proceso de crecimiento y de generación de valor que resulta promisorio para sus accionistas, dado que indiferentemente del método de determinación de la tasa de crecimiento g utilizado en la valoración, el valor de las acciones ha crecido por encima del 37% en los últimos 5 años desde su retiro de la Bolsa de Valores de Colombia.

REFERENCIAS

- Bancolombia. (2013). *Investigaciones Económicas y Estratégicas: Macroeconómicos Proyectados* (Febrero de 2013). Recuperado de: <http://investigaciones.bancolombia.com/inveconomicas/sid/28652/2013020713374797.pdf>
- Bancolombia. (2013). *Proyecciones Macroeconómicas 2011- 2017* (Capítulo 9). Recuperado de: <http://investigaciones.bancolombia.com/InvEconomicas/sid/24026/20110100609145721.pdf>
- Bolsa de Valores de Colombia. (2013). *Precios Históricos Cineco 2001 -2008*. Centro de Información Bursátil Gerencia de Operaciones y Servicio al Cliente Bolsa de Valores de Colombia
- Bolsa de Valores de Colombia. (2013). *Dividendos Pagados Cineco 2001 -2008*. Centro de Información Bursátil Gerencia de Operaciones y Servicio al Cliente Bolsa de Valores de Colombia
- Calvachi, N., Cárdenas, J., & Galvis, L. (2011) Turbulencia empresarial en Colombia: sector cines. *Documento de Investigación Universidad del Rosario fascículo 86*, 18-45
- Dirección de Cinematografía del Ministerio de Cultura. (2009). *Sistemas de clasificación de salas de cine*. Bogotá: *Publicaciones Digitales*. Recuperado de: http://www.google.com.co/url?sa=f&rct=j&url=http://www.mincultura.gov.co/%3Fidcategoria%3D38495%26download%3DY&q=Sistemas+de+clasificaci%C3%B3n+de+salas+de+cine.+Bogot%C3%A1:+Publicaciones+Digitales&ei=RbKTUf72O4rm8gTp8ICgCg&usg=AFQjCNE1LTi5eII8iHvCvqV9_kux7bJjVA
- Dumrauf, G. (2010) *Finanzas Corporativas, un enfoque latinoamericano*, Buenos Aires. Alfa Omega.

Fedesarrollo. (2011), *Primer Boletín del sector cinematográfico colombiano*. Recuperado

de: <http://www.fedesarrollo.org.co/wp-content/uploads/2011/08/Primer-Bolet%C3%ADn-sobre-el-Sector-Cinematogr%C3%A1fico-Colombiano.-Julio-2011-Cine-Final-PDF-Proim%C3%A1genes.pdf>

Mc kinsey & Company. (2010) *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, University Edition*, New Jersey. John Wiley & Sons Inc

Revista Portafolio (2012). Con el cine consolidado, buscamos más opciones. Recuperado

de: <http://www.portafolio.co/economia/%E2%80%98-el-cine-consolidado-buscamos-mas-opciones%E2%80%99>

Secretaria del Senado de la República de Colombia (2003). *Diario oficial 45.237 Ley 814*

Por la cual se dictan normas para el fomento de la actividad cinematográfica en Colombia. Recuperado de:

http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/ley/2003/ley_0814_2003.html

Sistema integrado de Consulta de clasificaciones y Nomenclaturas SIN (2013). *Tabla de clasificación*. Recuperado de:

http://www.inec.gob.ec/estadisticas/SIN/resul_correspondencia.php?id=O9212.00&ciiu=6

Superintendencia de sociedades. (2013). *Estado Financieros Cine Colombia 2000- 2012*.

Sistema de Información Superintendencia de Sociedades

VALOREM. (2008). Oferta pública de adquisición de acciones ordinarias de la sociedad

cine Colombia S.A. Recuperado de:

http://www.bvc.com.co/recursos/emisores/especiales/2008/OPAS2008/CineColombiaOPAoct_nov2008/Cuadernillodeofertaoctubre.pdf

ANEXOS

Anexo 1. Balances históricos.

CINE COLOMBIA S.A.							
BALANCE GENERAL CONSOLIDADO - PROYECTADO							
AÑO	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
ACTIVOS							
ACTIVOS CORRIENTES							
Disponible	\$ 1.379.773,00	\$ 2.874.519,00	\$ 3.541.577,00	\$ 2.277.334,00	\$ 2.733.254,00	\$ 1.636.243,00	\$ 2.602.660,00
Inversiones Temporales	\$ 489,00	\$ 5.873.605,00	\$ 15.607.606,00	\$ 855.574,00	\$ 462.079,00	\$ 82.494,00	\$ 268.833,00
Cuentas por Cobrar (Deudores)	\$ 3.995.018,00	\$ 3.503.536,00	\$ 6.064.082,00	\$ 11.377.823,00	\$ 9.183.753,00	\$ 5.159.806,00	\$ 2.926.038,00
Otras Cuentas por Cobrar	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Inventarios	\$ 1.377.723,00	\$ 1.624.578,00	\$ 1.478.038,00	\$ 1.766.623,00	\$ 3.197.550,00	\$ 1.999.989,00	\$ 2.000.063,00
Pagos x Anticipado	\$ 38.027,00	\$ 379.126,00	\$ 199.026,00	\$ 679.906,00	\$ 828.573,00	\$ 1.188.230,00	\$ 878.266,00
Otros Activos Corrientes	\$ 418.432,00	\$ 590.300,00	\$ 1.668.854,00	\$ 523.529,00	\$ 553.565,00	\$ 555.801,00	\$ 3.269.964,00
Activos Corrientes	7.209.462,0	14.845.664,0	28.559.183,0	17.480.789,0	16.958.774,0	10.622.563,0	11.945.824,0
ACTIVOS LARGO PLAZO							
Propiedad Planta y Equipo, PPE	\$ 93.515.236,00	\$ 102.799.879,00	\$ 106.918.579,00	\$ 124.226.906,00	\$ 160.566.476,00	\$ 170.036.155,00	\$ 190.021.794,00
Depreciación Acumulada							
Propiedad Planta y Equipo, Neto	\$ 93.515.236,00	\$ 102.799.879,00	\$ 106.918.579,00	\$ 124.226.906,00	\$ 160.566.476,00	\$ 170.036.155,00	\$ 190.021.794,00
Activos Diferidos e Intangibles	\$ 1.315.706,00	\$ 1.251.500,00	\$ 1.210.113,00	\$ 1.274.357,00	\$ 1.333.186,00	\$ 1.339.815,00	\$ 1.221.135,00
Amortización Acumulada	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Diferidos e Intangibles, neto	\$ 1.315.706,00	\$ 1.251.500,00	\$ 1.210.113,00	\$ 1.274.357,00	\$ 1.333.186,00	\$ 1.339.815,00	\$ 1.221.135,00
Otros Activos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3.563.131,00
Valorizaciones	\$ 13.335.657,00	\$ 13.992.804,00	\$ 16.305.100,00	\$ 28.300.431,00	\$ 28.442.493,00	\$ 25.417.664,00	\$ 33.688.717,00
Inversiones	\$ 2.475.652,00	\$ 3.378.209,00	\$ 3.180.112,00	\$ 1.675.715,00	\$ 931.443,00	\$ 942.589,00	\$ 952.624,00
Deudores largo plazo	\$ 88.361,00	\$ 30.834,00	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 1,00	\$ 10.500,00
Intangibles	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 5.250.000,00
Activo Largo Plazo	110.730.612,0	121.453.226,0	127.613.904,0	155.477.409,0	191.273.598,0	197.736.224,0	234.707.901,0
Total Activos	\$ 117.940.074,0	\$ 136.298.890,0	\$ 156.173.087,0	\$ 172.958.198,0	\$ 208.232.372,0	\$ 208.358.787,0	\$ 246.653.725,0
PASIVOS							
PASIVOS CORRIENTES							
Obligaciones Fin. de Corto Plazo	\$ 3.006.191,00	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 27.286.440,00	\$ 35.557.782,00	\$ 37.067.977,00
Proveedores	\$ 1.243.642,00	\$ 1.196.497,00	\$ 1.087.886,00	\$ 1.499.920,00	\$ 1.901.696,00	\$ 1.489.026,00	\$ 2.855.042,00
Impuestos y Retenciones	\$ 1.096.290,00	\$ 6.186.837,00	\$ 9.057.585,00	\$ 6.852.392,00	\$ 2.010.094,00	\$ 5.344.036,00	\$ 5.384.017,00
Dividendos x Pagar	\$ 174.795,00	\$ 956.498,00	\$ 2.104.775,00	\$ 2.414.551,00	\$ 2.673.283,00	\$ 327.820,00	\$ 279.916,00
Otros Acreedores	\$ 2.380.767,00	\$ 1.395.038,00	\$ 1.623.056,00	\$ 2.039.030,00	\$ 2.092.958,00	\$ 2.369.117,00	\$ 4.183.257,00
Otros Pasivos Corrientes	\$ 2.777.862,00	\$ 2.744.386,00	\$ 3.310.396,00	\$ 2.850.395,00	\$ 3.325.832,00	\$ 3.223.959,00	\$ 3.284.176,00
Pasivos estimados y provisiones	\$ 1.000.259,00	\$ 1.356.810,00	\$ 685.101,00	\$ 590.212,00	\$ 946.752,00	\$ 859.867,00	\$ 1.183.976,00
Diferidos	\$ 708.686,00	\$ 1.248.140,00	\$ 1.601.449,00	\$ 1.747.496,00	\$ 1.554.058,00	\$ 1.751.126,00	\$ 2.669.800,00
Obligaciones laborales	\$ 1.261.092,00	\$ 1.398.930,00	\$ 1.472.360,00	\$ 1.184.047,00	\$ 1.425.716,00	\$ 1.425.615,00	\$ 1.344.262,00
Pasivos Corrientes	13.649.584,0	16.483.136,0	20.942.608,0	19.178.043,0	43.216.829,0	52.348.348,0	58.252.423,0
PASIVOS LARGO PLAZO							
Obligaciones Fin. de Largo Plazo	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Otros Pasivos de Largo Plazo	\$ -	\$ -	\$ 1.078,00	\$ -	\$ -	\$ 235,00	\$ -
Pasivos estimados / pensión y jub.	\$ 5.876.660,00	\$ 5.875.903,00	\$ 5.857.567,00	\$ 6.020.493,00	\$ 5.997.857,00	\$ 6.076.782,00	\$ 6.031.162,00
Diferidos	\$ 2.885.814,00	\$ 2.736.537,00	\$ 2.639.299,00	\$ 2.668.359,00	\$ 2.691.168,00	\$ 2.664.357,00	\$ 2.346.633,00
Pasivos Largo Plazo	8.762.474,0	8.612.440,0	8.497.944,0	8.688.852,0	8.689.025,0	8.741.374,0	8.377.795,0
Total Pasivos	\$ 22.412.058,0	\$ 25.095.576,0	\$ 29.440.552,0	\$ 27.866.895,0	\$ 51.905.854,0	\$ 61.089.722,0	\$ 66.630.218,0
PATRIMONIO							
Capital	\$ 2.660.954,00	\$ 2.660.954,00	\$ 2.660.954,00	\$ 2.660.954,00	\$ 2.660.954,00	\$ 15.965.727,00	\$ 15.965.727,00
Reservas	\$ 16.827.804,00	\$ 17.566.052,00	\$ 21.426.556,00	\$ 26.087.667,00	\$ 26.075.579,00	\$ 44.606.763,00	\$ 52.854.101,00
Revalorización del Patrimonio	\$ 30.072.916,00	\$ 36.283.765,00	\$ 42.643.991,00	\$ 49.028.606,00	\$ 55.626.241,00	\$ 25.490.890,00	\$ 31.056.930,00
Primas en colocación	\$ 24.990.721,00	\$ 24.990.721,00	\$ 24.990.721,00	\$ 24.990.721,00	\$ 24.990.721,00	\$ 24.990.721,00	\$ 24.990.721,00
Utilidades del Ejercicio	\$ 7.251.172,00	\$ 15.324.584,00	\$ 18.683.837,00	\$ 14.010.638,00	\$ 18.530.530,00	\$ 10.797.300,00	\$ 21.467.311,00
Valorizaciones	\$ 13.724.449,00	\$ 14.377.239,00	\$ 16.326.477,00	\$ 28.312.718,00	\$ 28.442.493,00	\$ 25.417.664,00	\$ 33.688.717,00
Total Patrimonio	\$ 95.528.016,0	\$ 111.203.315,0	\$ 126.732.536,0	\$ 145.091.304,0	\$ 156.326.518,0	\$ 147.269.065,0	\$ 180.023.507,0
Pasivos y Patrimonio	\$ 117.940.074,0	\$ 136.298.891,0	\$ 156.173.088,0	\$ 172.958.199,0	\$ 208.232.372,0	\$ 208.358.787,0	\$ 246.653.725,0

Fuente: Sistema de Información Superintendencia de Sociedades (2013), Estados Financieros Cine Colombia, periodo 2000 – 2012

CINE COLOMBIA S.A.

BALANCE GENERAL CONSOLIDADO

AÑO	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ACTIVOS						
ACTIVOS CORRIENTES						
Disponible	\$ 3.382.905,00	\$ 1.419.307,00	\$ 1.828.923,00	\$ 1.707.062,00	\$ 3.110.407,00	5.351.568,2
Inversiones Temporales	\$ 144.120,00	\$ 17.109,00	\$ 6.805,00	\$ 795.837,00	\$ 186.602,00	58.093.873,7
Cuentas por Cobrar (Deudores)	\$ 3.475.362,00	\$ 4.203.395,00	\$ 12.254.967,00	\$ 7.399.015,00	\$ 12.024.003,00	14.451.464,2
Otras Cuentas por Cobrar	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	-
Inventarios	\$ 2.550.228,00	\$ 3.282.976,00	\$ 2.477.113,00	\$ 13.572.618,00	\$ 9.013.295,00	6.790.577,6
Pagos x Anticipado	\$ 825.075,00	\$ 101.670,00	\$ 1.449.606,00	\$ 965.505,00	\$ 1.276.932,00	1.454.825,0
Otros Activos Corrientes	\$ 2.076.820,00	\$ 2.933.775,00	\$ 125.234,00	\$ -	\$ 3.386.999,00	-
Activos Corrientes	12.454.510,0	11.958.232,0	18.142.648,0	24.440.037,0	28.998.238,0	86.142.308,7
ACTIVOS LARGO PLAZO						
Propiedad Planta y Equipo, PPE	\$ 185.987.549,00	\$ 187.561.797,00	\$ 193.326.966,00	\$ 224.717.741,00	\$ 226.329.942,00	\$ 226.329.942,00
Depreciación Acumulada						
Propiedad Planta y Equipo, Neto	\$ 185.987.549,00	\$ 187.561.797,00	\$ 193.326.966,00	\$ 224.717.741,00	\$ 226.329.942,00	\$ 226.329.942,00
Activos Diferidos e Intangibles	\$ 2.684.500,00	\$ 2.072.565,00	\$ 5.274.044,00	\$ 5.004.958,00	\$ 11.830.254,00	\$ 11.830.254,00
Amortización Acumulada						
Diferidos e Intangibles, neto	\$ 2.684.500,00	\$ 2.072.565,00	\$ 5.274.044,00	\$ 5.004.958,00	\$ 11.830.254,00	\$ 11.830.254,00
Otros Activos	\$ 3.563.131,00	\$ 9.090.446,00	\$ 9.514.948,00	\$ 9.524.500,00	\$ 9.336.449,00	\$ 12.040.802,66
Valorizaciones	\$ 45.171.935,00	\$ 56.438.550,00	\$ 62.881.177,00	\$ 68.939.594,00	\$ 87.581.336,00	\$ 58.262.730,23
Inversiones	\$ 952.625,00	\$ 56.152,00	\$ 234.042,00	\$ 234.043,00	\$ 234.043,00	\$ 234.043,00
Deudores largo plazo	\$ 201.600,00	\$ 3.277.856,00	\$ 4.332.602,00	\$ 6.631.952,00	\$ 6.388.171,00	\$ 6.056.781,93
Intangibles	\$ 5.250.000,00	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Activo Largo Plazo	243.811.340,0	258.497.366,0	275.563.779,0	315.052.788,0	341.700.195,0	314.754.553,8
Total Activos	\$ 256.265.850,0	\$ 270.455.598,0	\$ 293.706.427,0	\$ 339.492.825,0	\$ 370.698.433,0	\$ 400.896.862,5
PASIVOS						
PASIVOS CORRIENTES						
Obligaciones Fin. de Corto Plazo	\$ 17.653.777,00	\$ 12.766.552,00	\$ 6.668.307,00	\$ 21.931.694,00	\$ 18.614.308,00	\$ 18.614.308,00
Proveedores	\$ 2.736.785,00	\$ 2.317.067,00	\$ 4.793.142,00	\$ 3.535.714,00	\$ 3.853.986,00	\$ 4.832.187,71
Impuestos y Retenciones	\$ 7.350.857,00	\$ 4.978.746,00	\$ 8.279.509,00	\$ 9.143.438,00	\$ 16.081.036,00	\$ 22.346.986,71
Dividendos x Pagar	\$ 292.767,00	\$ 341.322,00	\$ 405.285,00	\$ 396.078,00	\$ 460.227,00	\$ 836.818,25
Otros Acreedores	\$ 2.745.009,00	\$ 2.742.286,00	\$ 4.223.232,00	\$ 4.929.555,00	\$ 4.309.067,00	\$ 6.313.130,35
Otros Pasivos Corrientes	\$ 3.149.230,00	\$ 3.464.783,00	\$ 4.633.385,00	\$ 7.311.262,00	\$ 5.410.676,00	\$ 8.427.918,69
Pasivos estimados y provisiones	\$ 3.137.842,00	\$ 2.214.486,00	\$ 2.618.599,00	\$ 4.464.470,00	\$ 4.875.983,00	\$ 3.684.047,67
Diferidos	\$ 3.297.423,00	\$ 3.633.664,00	\$ 3.898.733,00	\$ 4.337.750,00	\$ 6.504.216,00	\$ 5.179.247,96
Obligaciones laborales	\$ 1.402.659,00	\$ 1.545.583,00	\$ 1.632.054,00	\$ 1.868.723,00	\$ 1.890.292,00	\$ 2.356.369,25
Pasivos Corrientes	41.766.349,0	34.004.489,0	37.152.246,0	57.918.684,0	61.999.791,0	72.591.014,6
PASIVOS LARGO PLAZO						
Obligaciones Fin. de Largo Plazo	\$ 11.570.154,00	\$ 15.512.000,00	\$ 20.000.000,00	\$ 30.000.000,00	\$ 30.000.000,00	\$ 30.000.000,00
Otros Pasivos de Largo Plazo	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 6.773.997,00	\$ 6.773.997,00
Pasivos estimados / pensión y jub.	\$ 5.261.517,00	\$ 5.166.740,00	\$ 5.109.427,00	\$ 5.739.932,00	\$ 5.605.308,00	\$ 8.323.146,59
Diferidos	\$ 2.154.711,00	\$ 1.968.087,00	\$ 1.779.013,00	\$ 1.593.778,00	\$ -	\$ -
Pasivos Largo Plazo	18.986.382,0	22.646.827,0	26.888.440,0	37.333.710,0	42.379.305,0	45.097.143,6
Total Pasivos	\$ 60.752.731,0	\$ 56.651.316,0	\$ 64.040.686,0	\$ 95.252.394,0	\$ 104.379.096,0	\$ 117.688.158,2
PATRIMONIO						
Capital	\$ 15.965.727,00	\$ 63.197.669,00	\$ 63.197.669,00	\$ 63.197.669,00	\$ 63.197.669,00	\$ 63.197.669,00
Reservas	\$ 64.503.016,00	\$ 72.436.996,00	\$ 80.953.136,00	\$ 81.215.609,00	\$ 82.521.429,00	\$ 87.058.544,48
Revalorización del Patrimonio	\$ 28.993.107,00	\$ 4.688.063,00	\$ 2.624.240,00	\$ 560.417,00	\$ -	\$ -
Primas en colocación	\$ 24.990.721,00	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Utilidades del Ejercicio	\$ 15.888.613,00	\$ 17.043.004,00	\$ 20.009.518,00	\$ 30.327.142,00	\$ 33.018.903,00	\$ 45.371.154,83
Valorizaciones	\$ 45.171.935,00	\$ 56.438.550,00	\$ 62.881.177,00	\$ 68.939.594,00	\$ 87.581.336,00	\$ 87.581.336,00
Total Patrimonio	\$ 195.513.119,0	\$ 213.804.282,0	\$ 229.665.740,0	\$ 244.240.431,0	\$ 266.319.337,0	\$ 283.208.704,3
Pasivos y Patrimonio	\$ 256.265.850,0	\$ 270.455.598,0	\$ 293.706.426,0	\$ 339.492.825,0	\$ 370.698.433,0	\$ 400.896.862,5

Fuente: Sistema de Información Superintendencia de Sociedades (2013), Estados Financieros Cine Colombia, periodo 2000 – 2012

Anexo 2. Balances Proyectados

CINE COLOMBIA S.A.					
BALANCE GENERAL CONSOLIDADO PROYECTADO					
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017
ACTIVOS					
ACTIVOS CORRIENTES					
Disponible	5.940.240,7	6.593.667,2	7.318.970,6	8.124.057,4	9.017.703,7
Inversiones Temporales	43.934.677,0	43.352.959,7	45.579.312,5	51.136.719,7	60.388.724,0
Cuentas por Cobrar (Deudores)	16.041.125,2	17.805.649,0	19.764.270,4	21.938.340,1	24.351.557,6
Otras Cuentas por Cobrar					
Inventarios	7.517.514,1	8.321.978,9	9.240.881,5	10.264.877,8	11.390.143,9
Pagos x Anticipado	1.614.855,7	1.792.489,8	1.989.663,7	2.208.526,7	2.451.464,7
Otros Activos Corrientes					
Activos Corrientes	75.048.412,8	77.866.744,7	83.893.098,8	93.672.521,8	107.599.593,9
ACTIVOS LARGO PLAZO					
Propiedad Planta y Equipo, PPE	\$ 236.971.448,45	\$ 248.783.520,62	\$ 261.894.920,72	\$ 276.448.574,83	\$ 292.603.130,90
Depreciación Acumulada	\$ 23.697.144,85	\$ 48.575.496,91	\$ 74.764.988,98	\$ 102.409.846,46	\$ 131.670.159,55
Propiedad Planta y Equipo, Neto	\$ 213.274.303,61	\$ 200.208.023,71	\$ 187.129.931,74	\$ 174.038.728,37	\$ 160.932.971,35
Activos Diferidos e Intangibles	\$ 11.830.254,00	\$ 11.830.254,00	\$ 11.830.254,00	\$ 11.830.254,00	\$ 11.830.254,00
Amortización Acumulada					
Diferidos e Intangibles, neto	\$ 11.830.254,00	\$ 11.830.254,00	\$ 11.830.254,00	\$ 11.830.254,00	\$ 11.830.254,00
Otros Activos	\$ 13.365.290,96	\$ 14.835.472,96	\$ 16.467.374,99	\$ 18.278.786,23	\$ 20.289.452,72
Valorizaciones	\$ 62.714.433,52	\$ 85.562.624,44	\$ 106.084.744,14	\$ 124.428.849,94	\$ 140.356.441,72
Inversiones	\$ 234.043,00	\$ 234.043,00	\$ 234.043,00	\$ 234.043,00	\$ 234.043,00
Deudores largo plazo	\$ 6.723.027,94	\$ 7.462.561,01	\$ 8.283.442,72	\$ 9.194.621,42	\$ 10.206.029,78
Intangibles	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Activo Largo Plazo	308.141.353,0	320.132.979,1	330.029.790,6	338.005.283,0	343.849.192,6
Total Activos	\$ 383.189.765,8	\$ 397.999.723,8	\$ 413.922.889,4	\$ 431.677.804,7	\$ 451.448.786,4
PASIVOS					
PASIVOS CORRIENTES					
Obligaciones Fin. de Corto Plazo	\$ 18.614.308,00	\$ 18.614.308,00	\$ 18.614.308,00	\$ 18.614.308,00	\$ 18.614.308,00
Proveedores	\$ 5.363.728,36	\$ 5.953.738,48	\$ 6.608.649,71	\$ 7.335.601,18	\$ 8.142.517,31
Impuestos y Retenciones	\$ 14.666.710,01	\$ 17.328.711,75	\$ 20.084.531,81	\$ 23.142.834,21	\$ 26.536.014,37
Dividendos x Pagar	\$ 549.218,15	\$ 648.901,01	\$ 752.097,05	\$ 866.620,02	\$ 993.683,02
Otros Acreedores	\$ 7.007.574,68	\$ 7.778.407,90	\$ 8.634.032,77	\$ 9.583.776,37	\$ 10.637.991,77
Otros Pasivos Corrientes	\$ 9.354.989,74	\$ 10.384.038,61	\$ 11.526.282,86	\$ 12.794.173,97	\$ 14.201.533,11
Pasivos estimados y provisiones	\$ 4.089.292,91	\$ 4.539.115,13	\$ 5.038.417,80	\$ 5.592.643,76	\$ 6.207.834,57
Diferidos	\$ 5.748.965,24	\$ 6.381.351,42	\$ 7.083.300,07	\$ 7.862.463,08	\$ 8.727.334,02
Obligaciones laborales	\$ 2.615.569,87	\$ 2.903.282,56	\$ 3.222.643,64	\$ 3.577.134,44	\$ 3.970.619,22
Pasivos Corrientes	68.010.357,0	74.531.854,9	81.564.263,7	89.369.555,0	98.031.835,4
PASIVOS LARGO PLAZO					
Obligaciones Fin. de Largo Plazo	\$ 28.573.517,28	\$ 26.922.797,44	\$ 25.012.591,34	\$ 22.802.108,83	\$ 20.244.147,71
Otros Pasivos de Largo Plazo	\$ 6.773.997,00	\$ 6.773.997,00	\$ 6.773.997,00	\$ 6.773.997,00	\$ 6.773.997,00
Pasivos estimados / pensión y jub	\$ 9.238.692,71	\$ 10.254.948,91	\$ 11.382.993,29	\$ 12.635.122,55	\$ 14.024.986,03
Diferidos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Pasivos Largo Plazo	44.586.207,0	43.951.743,4	43.169.581,6	42.211.228,4	41.043.130,7
Total Pasivos	\$ 112.596.564,0	\$ 118.483.598,2	\$ 124.733.845,3	\$ 131.580.783,4	\$ 139.074.966,1
PATRIMONIO					
Capital	\$ 63.197.669,00	\$ 63.197.669,00	\$ 63.197.669,00	\$ 63.197.669,00	\$ 63.197.669,00
Reservas	\$ 90.036.331,06	\$ 93.554.584,66	\$ 97.632.353,24	\$ 102.331.049,88	\$ 107.718.664,92
Revalorización del Patrimonio					
Primas en colocación	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Utilidades del Ejercicio	\$ 29.777.865,78	\$ 35.182.535,98	\$ 40.777.685,79	\$ 46.986.966,42	\$ 53.876.150,39
Valorizaciones	\$ 87.581.336,00	\$ 87.581.336,00	\$ 87.581.336,00	\$ 87.581.336,00	\$ 87.581.336,00
Total Patrimonio	\$ 270.593.201,8	\$ 279.516.125,6	\$ 289.189.044,0	\$ 300.097.021,3	\$ 312.373.820,3
Pasivos y Patrimonio	\$ 383.189.765,8	\$ 397.999.723,8	\$ 413.922.889,4	\$ 431.677.804,7	\$ 451.448.786,4

Fuente: Elaboración propia con base en los datos del sistema de Información Superintendencia de Sociedades (2013), Estados Financieros Cine Colombia, periodo 2000 – 2012

CINE COLOMBIA S.A.

BALANCE GENERAL CONSOLIDADO PROYECTADO

AÑO	2018	2019	2020	2021	2022
ACTIVOS					
ACTIVOS CORRIENTES					
Disponible	10.009.651,1	11.110.712,7	12.332.891,1	13.689.509,2	15.195.355,2
Inversiones Temporales	73.708.498,7	86.723.644,8	98.175.323,3	106.523.821,9	105.805.383,7
Cuentas por Cobrar (Deudores)	27.030.228,9	30.003.554,1	33.303.945,0	36.967.379,0	41.033.790,6
Otras Cuentas por Cobrar					
Inventarios	12.638.383,7	14.028.462,8	15.571.589,4	17.284.464,1	19.185.755,1
Pagos x Anticipado	2.721.125,8	3.020.449,6	3.352.699,1	3.721.496,0	4.130.860,5
Otros Activos Corrientes					
Activos Corrientes	126.107.888,2	144.886.824,0	162.736.447,9	178.186.670,0	185.351.145,1
ACTIVOS LARGO PLAZO					
Propiedad Planta y Equipo, PPE	\$ 310.534.688,13	\$ 334.419.522,37	\$ 365.350.382,70	\$ 404.588.388,38	\$ 453.586.847,98
Depreciación Acumulada	\$ 162.723.628,37	\$ 196.165.580,60	\$ 232.700.618,87	\$ 273.159.457,71	\$ 318.518.142,51
Propiedad Planta y Equipo, Neto	\$ 147.811.059,77	\$ 138.253.941,77	\$ 132.649.763,83	\$ 131.428.930,67	\$ 135.068.705,47
Activos Diferidos e Intangibles	\$ 11.830.254,00	\$ 11.830.254,00	\$ 11.830.254,00	\$ 11.830.254,00	\$ 11.830.254,00
Amortización Acumulada					
Diferidos e Intangibles, neto	\$ 11.830.254,00	\$ 11.830.254,00	\$ 11.830.254,00	\$ 11.830.254,00	\$ 11.830.254,00
Otros Activos	\$ 22.521.292,52	\$ 24.998.634,70	\$ 27.748.484,51	\$ 30.800.817,81	\$ 34.188.907,77
Valorizaciones	\$ 153.604.401,24	\$ 164.656.912,63	\$ 174.405.395,81	\$ 183.965.559,53	\$ 194.497.300,66
Inversiones	\$ 234.043,00	\$ 234.043,00	\$ 234.043,00	\$ 234.043,00	\$ 234.043,00
Deudores largo plazo	\$ 11.328.693,06	\$ 12.574.849,29	\$ 13.958.082,71	\$ 15.493.471,81	\$ 17.197.753,71
Intangibles	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Activo Largo Plazo	347.329.743,6	352.548.635,4	360.826.023,9	373.753.076,8	393.016.964,6
Total Activos	\$ 473.437.631,8	\$ 497.435.459,4	\$ 523.562.471,7	\$ 551.939.746,8	\$ 578.368.109,7
PASIVOS					
PASIVOS CORRIENTES					
Obligaciones Fin. de Corto Plazo	\$ 18.614.308,00	\$ 18.614.308,00	\$ 18.614.308,00	\$ 18.614.308,00	\$ 18.614.308,00
Proveedores	\$ 9.038.194,22	\$ 10.032.395,58	\$ 11.135.959,10	\$ 12.360.914,60	\$ 13.720.615,20
Impuestos y Retenciones	\$ 30.299.912,51	\$ 34.342.814,81	\$ 38.679.693,50	\$ 43.325.424,04	\$ 46.973.888,25
Dividendos x Pagar	\$ 1.134.628,13	\$ 1.286.021,00	\$ 1.448.422,28	\$ 1.622.389,01	\$ 1.759.011,52
Otros Acreedores	\$ 11.808.170,87	\$ 13.107.069,66	\$ 14.548.847,33	\$ 16.149.220,53	\$ 17.925.634,79
Otros Pasivos Corrientes	\$ 15.763.701,75	\$ 17.497.708,95	\$ 19.422.456,93	\$ 21.558.927,19	\$ 23.930.409,18
Pasivos estimados y provisiones	\$ 6.890.696,37	\$ 7.648.672,97	\$ 8.490.027,00	\$ 9.423.929,97	\$ 10.460.562,27
Diferidos	\$ 9.687.340,76	\$ 10.752.948,25	\$ 11.935.772,55	\$ 13.248.707,53	\$ 14.706.065,36
Obligaciones laborales	\$ 4.407.387,34	\$ 4.892.199,95	\$ 5.430.341,94	\$ 6.027.679,55	\$ 6.690.724,31
Pasivos Corrientes	107.644.340,0	118.174.139,2	129.705.828,6	142.331.500,4	154.781.218,9
PASIVOS LARGO PLAZO					
Obligaciones Fin. de Largo Plazo	\$ 17.284.085,79	\$ 13.858.714,51	\$ 9.894.889,18	\$ 5.307.967,08	\$ -
Otros Pasivos de Largo Plazo	\$ 6.773.997,00	\$ 6.773.997,00	\$ 6.773.997,00	\$ 6.773.997,00	\$ 6.773.997,00
Pasivos estimados / pensión y jub Diferidos	\$ 15.567.734,50	\$ 17.280.185,29	\$ 19.181.005,67	\$ 21.290.916,30	\$ 23.632.917,09
	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Pasivos Largo Plazo	39.625.817,3	37.912.896,8	35.849.891,9	33.372.880,4	30.406.914,1
Total Pasivos	\$ 147.270.157,2	\$ 156.087.036,0	\$ 165.555.720,5	\$ 175.704.380,8	\$ 185.188.133,0
PATRIMONIO					
Capital	\$ 63.197.669,00	\$ 63.197.669,00	\$ 63.197.669,00	\$ 63.197.669,00	\$ 63.197.669,00
Reservas	\$ 113.870.465,34	\$ 120.843.097,44	\$ 128.696.247,33	\$ 137.492.621,30	\$ 147.029.744,06
Revalorización del Patrimonio					
Primas en colocación	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Utilidades del Ejercicio	\$ 61.518.004,18	\$ 69.726.320,97	\$ 78.531.498,92	\$ 87.963.739,72	\$ 95.371.227,67
Valorizaciones	\$ 87.581.336,00	\$ 87.581.336,00	\$ 87.581.336,00	\$ 87.581.336,00	\$ 87.581.336,00
Total Patrimonio	\$ 326.167.474,5	\$ 341.348.423,4	\$ 358.006.751,2	\$ 376.235.366,0	\$ 393.179.976,7
Pasivos y Patrimonio	\$ 473.437.631,8	\$ 497.435.459,4	\$ 523.562.471,7	\$ 551.939.746,8	\$ 578.368.109,7

Fuente: Elaboración propia con base en los datos del sistema de Información Superintendencia de Sociedades (2013), Estados Financieros Cine Colombia, periodo 2000

- 2012

Anexo 3. Estado de resultados históricos

CINE COLOMBIA S.A.
ESTADO DE RESULTADOS

AÑO	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
41 INGRESOS OPERACIONALES	\$ 46.799.343,00	\$ 63.110.068,00	\$ 73.801.621,00	\$ 72.297.584,00	\$ 80.530.145,00	\$ 78.510.612,00	\$ 88.857.664,00
61 - COSTO DE VENTAS Y DE PRESTACIÓN DEL SERVICIO	\$ 3.969.659,00	\$ 5.750.943,00	\$ 6.093.141,00	\$ 6.654.012,00	\$ 7.226.943,00	\$ 7.667.017,00	\$ 9.830.375,00
UTILIDAD BRUTA (=)	\$ 42.829.684,00	\$ 57.359.125,00	\$ 67.708.480,00	\$ 65.643.572,00	\$ 73.303.202,00	\$ 70.843.595,00	\$ 79.027.289,00
51 - GASTOS OPERACIONALES DE ADMON.	\$ 8.394.135,00	\$ 8.164.762,00	\$ 8.239.209,00	\$ 9.134.533,00	\$ 9.100.716,00	\$ 10.174.432,00	\$ 10.252.706,00
52 - GASTOS OPERACIONALES DE VENTAS. DEPRECIACIONES AMORTIZACIONES	\$ 26.788.940,00	\$ 30.223.017,00	\$ 36.107.693,00	\$ 36.669.978,00	\$ 43.765.999,00	\$ 49.177.693,00	\$ 49.764.628,00
UTILIDAD OPERACIONAL (=) EBIT	\$ 7.646.609,00	\$ 18.971.346,00	\$ 23.361.578,00	\$ 19.839.061,00	\$ 20.436.487,00	\$ 11.491.470,00	\$ 19.009.955,00
42 + INGRESOS NO OPERACIONALES	\$ 3.480.081,00	\$ 6.671.455,00	\$ 7.322.203,00	\$ 6.408.191,00	\$ 3.281.866,00	\$ 4.685.996,00	\$ 7.718.674,00
53 - GASTOS NO OPERACIONALES (-) EGRESOS FINANCIEROS	\$ 2.622.880,00	\$ 6.296.805,00	\$ 5.056.451,00	\$ 5.031.057,00	\$ 2.954.647,00	\$ 3.543.105,00	\$ 4.218.098,00
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	\$ 8.503.810,00	\$ 19.345.996,00	\$ 25.627.330,00	\$ 21.216.195,00	\$ 20.763.706,00	\$ 12.634.361,00	\$ 22.510.531,00
47 AJUSTES POR INFLACIÓN	\$ 922.427,00	\$ 1.322.774,00	\$ 952.126,00	\$ 540.247,00	\$ 1.263.679,00	\$ 2.089.735,00	\$ 2.706.968,00
54 - MENOS IMPUESTO DE RENTA Y COMPL.	\$ 2.175.065,00	\$ 5.344.187,00	\$ 7.895.620,00	\$ 7.745.803,00	\$ 3.496.855,00	\$ 3.926.797,00	\$ 3.750.188,00
59 GANACIAS Y PÉRDIDAS (=)	\$ 7.251.172,00	\$ 15.324.583,00	\$ 18.683.836,00	\$ 14.010.639,00	\$ 18.530.530,00	\$ 10.797.299,00	\$ 21.467.311,00

Fuente: Sistema de Información Superintendencia de Sociedades (2013), Estados Financieros Cine Colombia, periodo 2000 – 2012

CINE COLOMBIA S.A.
ESTADO DE RESULTADOS

AÑO	2007	2008	2009	2010	2011	2012
41 INGRESOS OPERACIONALES	\$ 96.029.033,00	\$ 97.002.430,00	\$ 111.131.843,00	\$ 146.024.981,00	\$ 169.672.673,00	\$ 191.738.855,00
61 - COSTO DE VENTAS Y DE PRESTACIÓN DEL SERVICIO	\$ 11.333.449,00	\$ 11.679.194,00	\$ 13.927.423,00	\$ 18.397.581,00	\$ 27.676.546,00	\$ 20.794.504,50
UTILIDAD BRUTA (=)	\$ 84.695.584,00	\$ 85.323.236,00	\$ 97.204.420,00	\$ 127.627.400,00	\$ 141.996.127,00	\$ 170.944.350,54
51 - GASTOS OPERACIONALES DE ADMON.	\$ 10.502.542,00	\$ 11.884.926,00	\$ 11.168.071,00	\$ 14.407.560,00	\$ 14.638.059,00	\$ 11.168.071,00
52 - GASTOS OPERACIONALES DE VENTAS. DEPRECIACIONES AMORTIZACIONES	\$ 55.828.820,00	\$ 54.596.367,00	\$ 59.475.843,00	\$ 78.861.940,00	\$ 84.548.685,00	\$ 94.193.243,74
UTILIDAD OPERACIONAL (=) EBIT	\$ 18.364.222,00	\$ 18.841.943,00	\$ 26.560.506,00	\$ 34.357.900,00	\$ 42.809.383,00	\$ 65.583.035,79
42 + INGRESOS NO OPERACIONALES	\$ 7.200.007,00	\$ 9.889.244,00	\$ 3.306.652,00	\$ 5.166.762,00	\$ 11.757.668,00	\$ 12.606.756,01
53 - GASTOS NO OPERACIONALES (-) EGRESOS FINANCIEROS	\$ 5.364.646,00	\$ 7.992.472,00	\$ 3.910.878,00	\$ 3.173.809,00	\$ 9.912.566,00	\$ 10.471.650,26
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	\$ 20.199.583,00	\$ 20.738.715,00	\$ 25.956.280,00	\$ 36.350.853,00	\$ 44.654.485,00	\$ 67.718.141,54
47 AJUSTES POR INFLACIÓN	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
54 - MENOS IMPUESTO DE RENTA Y COMPL.	\$ 4.310.969,00	\$ 3.695.711,00	\$ 5.946.762,00	\$ 6.023.711,00	\$ 11.635.582,00	\$ 22.346.986,71
59 GANACIAS Y PÉRDIDAS (=)	\$ 15.888.614,00	\$ 17.043.004,00	\$ 20.009.518,00	\$ 30.327.142,00	\$ 33.018.903,00	\$ 45.371.154,83

Fuente: Sistema de Información Superintendencia de Sociedades (2013), Estados Financieros Cine Colombia, periodo 2000 – 2012

Anexo 4. Estado de Resultados proyectados.

CINE COLOMBIA S.A.

ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO

AÑO	2013	2014	2015	2016	2017
41 INGRESOS OPERACIONALES	\$ 212.830.129,09	\$ 236.241.443,29	\$ 262.228.002,05	\$ 291.073.082,27	\$ 323.091.121,32
61 - COSTO DE VENTAS Y DE PRESTACIÓN DEL SERVICIO	\$ 23.081.899,99	\$ 25.620.908,99	\$ 28.439.208,98	\$ 31.567.521,97	\$ 35.039.949,38
UTILIDAD BRUTA (=)	\$ 189.748.229,09	\$ 210.620.534,29	\$ 233.788.793,07	\$ 259.505.560,30	\$ 288.051.171,94
51 - GASTOS OPERACIONALES DE ADMON.	\$ 14.407.560,00	\$ 14.638.059,00	\$ 15.455.358,09	\$ 16.318.290,13	\$ 17.229.402,98
52 - GASTOS OPERACIONALES DE VENTAS.	\$ 104.937.967,59	\$ 116.908.353,56	\$ 130.244.214,24	\$ 145.101.310,77	\$ 161.653.172,17
DEPRECIACIONES	\$ 23.697.144,85	\$ 24.878.352,06	\$ 26.189.492,07	\$ 27.644.857,48	\$ 29.260.313,09
AMORTIZACIONES					
UTILIDAD OPERACIONAL (=) EBIT	\$ 46.705.556,66	\$ 54.195.769,67	\$ 61.899.728,67	\$ 70.441.101,92	\$ 79.908.283,70
42 + INGRESOS NO OPERACIONALES	\$ 13.517.161,50	\$ 14.493.312,53	\$ 15.539.956,98	\$ 16.662.185,57	\$ 17.865.456,67
53 - GASTOS NO OPERACIONALES	\$ 11.062.267,75	\$ 11.686.197,00	\$ 12.345.316,83	\$ 13.041.612,05	\$ 13.777.179,42
(-) EGRESOS FINANCIEROS	\$ 4.715.874,60	\$ 4.491.637,48	\$ 4.232.151,22	\$ 3.931.874,81	\$ 3.584.396,20
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	\$ 44.444.575,80	\$ 52.511.247,73	\$ 60.862.217,60	\$ 70.129.800,63	\$ 80.412.164,76
47 AJUSTES POR INFLACIÓN	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
54 - MENOS IMPUESTO DE RENTA Y COMPL.	\$ 14.666.710,01	\$ 17.328.711,75	\$ 20.084.531,81	\$ 23.142.834,21	\$ 26.536.014,37
59 GANACIAS Y PÉRDIDAS (=)	\$ 29.777.865,78	\$ 35.182.535,98	\$ 40.777.685,79	\$ 46.986.966,42	\$ 53.876.150,39

Fuente: Elaboración propia con base en los datos del sistema de Información

Superintendencia de Sociedades (2013), Estados Financieros Cine Colombia, periodo 2000

– 2012

CINE COLOMBIA S.A.

ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO

AÑO	2018	2019	2020	2021	2022
41 INGRESOS OPERACIONALES	\$ 358.631.144,67	\$ 398.080.570,58	\$ 441.869.433,34	\$ 490.475.071,01	\$ 544.427.328,82
61 - COSTO DE VENTAS Y DE PRESTACIÓN DEL SERVICIO	\$ 38.894.343,82	\$ 43.172.721,64	\$ 47.921.721,02	\$ 53.193.110,33	\$ 59.044.352,46
UTILIDAD BRUTA (=)	\$ 319.736.800,85	\$ 354.907.848,94	\$ 393.947.712,33	\$ 437.281.960,68	\$ 485.382.976,36
51 - GASTOS OPERACIONALES DE ADMON.	\$ 18.191.386,76	\$ 19.207.081,80	\$ 20.279.486,99	\$ 21.411.768,69	\$ 26.609.386,23
52 - GASTOS OPERACIONALES DE VENTAS.	\$ 180.093.122,06	\$ 200.636.536,72	\$ 223.523.360,61	\$ 249.020.908,93	\$ 277.426.989,81
DEPRECIACIONES	\$ 31.053.468,81	\$ 33.441.952,24	\$ 36.535.038,27	\$ 40.458.838,84	\$ 45.358.684,80
AMORTIZACIONES					
UTILIDAD OPERACIONAL (=) EBIT	\$ 90.398.823,21	\$ 101.622.278,19	\$ 113.609.826,46	\$ 126.390.444,22	\$ 135.987.915,53
42 + INGRESOS NO OPERACIONALES	\$ 19.155.622,80	\$ 20.538.959,17	\$ 22.022.194,11	\$ 23.612.541,88	\$ 25.317.737,69
53 - GASTOS NO OPERACIONALES	\$ 14.554.233,93	\$ 15.375.115,54	\$ 16.242.296,16	\$ 17.158.387,13	\$ 18.126.147,06
(-) EGRESOS FINANCIEROS	\$ 3.182.295,40	\$ 2.716.986,04	\$ 2.178.531,99	\$ 1.555.435,22	\$ 834.390,24
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	\$ 91.817.916,69	\$ 104.069.135,78	\$ 117.211.192,41	\$ 131.289.163,75	\$ 142.345.115,92
47 AJUSTES POR INFLACIÓN	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
54 - MENOS IMPUESTO DE RENTA Y COMPL.	\$ 30.299.912,51	\$ 34.342.814,81	\$ 38.679.693,50	\$ 43.325.424,04	\$ 46.973.888,25
59 GANACIAS Y PÉRDIDAS (=)	\$ 61.518.004,18	\$ 69.726.320,97	\$ 78.531.498,92	\$ 87.963.739,72	\$ 95.371.227,67

Fuente: Elaboración propia con base en los datos del sistema de Información

Superintendencia de Sociedades (2013), Estados Financieros Cine Colombia, periodo 2000

– 2012

Anexo 5. Calculo del flujo de caja libre

CALCULO DEL FLUJO DE CAJALIBRE																		
EBIT	\$	54.195.770	\$	61.899.729	\$	70.441.102	\$	79.908.284	\$	90.398.823	\$	101.622.278	\$	113.609.826	\$	126.390.444	\$	135.987.916
Impuestos	\$	17.884.604	\$	20.426.910	\$	23.245.564	\$	26.369.734	\$	29.831.612	\$	33.535.352	\$	37.491.243	\$	41.708.847	\$	44.876.012
NOPLAT	\$	36.311.166	\$	41.472.818	\$	47.195.538	\$	53.538.550	\$	60.567.212	\$	68.086.926	\$	76.118.584	\$	84.681.598	\$	91.111.903
Inversión Neta	\$	15.005.837	\$	15.006.052	\$	15.226.567	\$	15.485.845	\$	15.762.083	\$	12.348.151	\$	8.551.342	\$	4.323.977	\$	(1.703.582)
Flujo de Caja Libre	\$	51.317.003	\$	56.478.870	\$	62.422.105	\$	69.024.395	\$	76.329.294	\$	80.435.077	\$	84.669.926	\$	89.005.574	\$	89.408.321

Fuente: Elaboración propia con base en la proyección de los estados financieros de Cine Colombia.

Anexo 6. Calculo del WACC

WACC CINE COLOMBIA PERIODO PROYECTADO									
AÑO	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Estructura Financiera									
Pasivo	\$ 45.635.169	\$ 43.768.745	\$ 41.595.299	\$ 39.064.330	\$ 36.117.024	\$ 32.684.895	\$ 28.688.193	\$ 24.034.047	\$ 18.614.308
Patrimonio	\$ 279.341.627	\$ 289.003.086	\$ 299.901.783	\$ 312.172.187	\$ 325.963.208	\$ 341.146.366	\$ 357.813.080	\$ 376.057.895	\$ 393.028.523
Yield Bonos EE.UU. a 10 años	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Spread Bonos República Colombia	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Tasa Libre de Riesgo (en USD)	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
Beta Desapalancado Sector	1,24	1,24	1,24	1,24	1,24	1,24	1,24	1,24	1,24
Deuda Financiera/Patrimonio	16,34%	15,14%	13,87%	12,51%	11,08%	9,58%	8,02%	6,39%	4,74%
Tasa Impositiva	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%
Beta Apalancado	1,38	1,37	1,36	1,35	1,33	1,32	1,31	1,30	1,28
Rendimiento del Mercado	12,41%	12,41%	12,41%	12,41%	12,41%	12,41%	12,41%	12,41%	12,41%
Costo de Patrimonio (Nominal en USC)	16,01%	15,91%	15,81%	15,70%	15,59%	15,47%	15,35%	15,22%	15,09%
Devaluación (Diferencial Inflación COF)	0,60%	0,45%	0,72%	0,59%	0,55%	0,55%	0,55%	0,55%	0,55%
Riesgo País	0,96%	0,96%	0,96%	0,96%	0,96%	0,96%	0,96%	0,96%	0,96%
Costo de Patrimonio (Nominal en Pe)	17,66%	17,39%	17,61%	17,34%	17,18%	17,06%	16,94%	16,81%	16,68%
Costo de Mercado Deuda en Pesos (16,48%	16,03%	16,10%	16,01%	16,01%	16,01%	16,01%	16,01%	16,01%
WACC	16,73%	16,52%	16,78%	16,60%	16,54%	16,51%	16,48%	16,44%	16,41%

Fuente: Elaboración propia con base en la proyección de los estados financieros de Cine Colombia.

Anexo 7. Calculo devaluación (Diferencial Inflación COP/USA)

AÑO	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
inflación en Colombia	3,17%	3,73%	2,44%	3,30%	3,01%	3,06%	3,14%	3,10%	3,06%	3,06%	3,06%	3,06%	3,06%
Inflación en EEUU	1,60%	2,80%	2,60%	2,80%	2,40%	2,60%	2,40%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Devaluación (Diferencial Inflación COP/USA)	1,545%	0,905%	-0,156%	0,486%	0,596%	0,448%	0,723%	0,585%	0,546%	0,546%	0,546%	0,546%	0,546%

Fuente: Inflación Estados Unidos y Colombia. Recuperado de:

<http://investigaciones.bancolombia.com/InvEconomicas/sid/24026/20110100609145721.pdf> y

<http://investigaciones.bancolombia.com/inveconomicas/sid/28652/2013020713374797.pdf>

Anexo 8. Calculo del rendimiento del mercado

DATOS TOMADOS DE :

Date	Adj	Close			
02/01/2009	825,88	-8,955%			
02/02/2009	735,09	-11,646%			
02/03/2009	797,87	8,195%			
01/04/2009	872,81	8,977%			
01/05/2009	919,14	5,172%			
01/06/2009	919,32	0,020%			
01/07/2009	987,48	7,152%			
03/08/2009	1020,62	3,301%			
01/09/2009	1057,08	3,510%			
01/10/2009	1036,19	-1,996%			
02/11/2009	1095,63	5,578%			
01/12/2009	1115,1	1,761%	promedio		anual
			1,756%	1,7713%	23,454%
04/01/2010	1073,87	-3,768%			
01/02/2010	1104,49	2,811%			
01/03/2010	1169,43	5,713%			
01/04/2010	1186,69	1,465%			
03/05/2010	1089,41	-8,553%			
01/06/2010	1030,71	-5,539%			
01/07/2010	1101,6	6,652%			
02/08/2010	1049,33	-4,861%			
01/09/2010	1141,2	8,393%			
01/10/2010	1183,26	3,619%			
01/11/2010	1180,55	-0,229%	promedio		anual
01/12/2010	1257,64	6,326%	1,002%	1,0075%	12,783%
03/01/2011	1286,12	2,239%			
01/02/2011	1327,22	3,146%			
01/03/2011	1325,83	-0,105%			
01/04/2011	1363,61	2,810%			
02/05/2011	1345,2	-1,359%			
01/06/2011	1320,64	-1,843%			
01/07/2011	1292,28	-2,171%			
01/08/2011	1218,89	-5,847%			
01/09/2011	1131,42	-7,447%			
03/10/2011	1253,3	10,231%	promedio		anual
01/11/2011	1246,96	-0,507%	0,000%	-0,0003%	-0,003%
01/12/2011	1257,6	0,850%			
03/01/2012	1312,41	4,266%			
01/02/2012	1365,68	3,979%			
01/03/2012	1408,47	3,085%			
02/04/2012	1397,91	-0,753%			
01/05/2012	1310,33	-6,470%			
01/06/2012	1362,16	3,879%			
02/07/2012	1379,32	1,252%			
01/08/2012	1406,58	1,957%			
04/09/2012	1440,67	2,395%			
01/10/2012	1412,16	-1,999%			
01/11/2012	1416,18	0,284%	promedio		anual
03/12/2012	1426,19	0,704%	1,048%	1,0539%	13,406%

Promedio	12,410%
-----------------	----------------

Fuente: Elaboración propia con base en los datos del indicador S & P 500. Recuperado de:

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

Anexo 9. Betas de Damodaran

BETAS POR SECTOR PARA MERCADOS EMERGENTES			
Enero 2013			
Sector	Beta Desapalancado	Sector	Beta
(Promedio Mercado)	0,85	Hotel/Gaming	0,89
Advertising	1,24	Household Products	0,83
Aerospace/Defense	0,92	Information Services	1,16
Air Transport	0,56	Insurance (General)	0,51
Apparel	0,85	Insurance (Life)	0,51
Auto & Truck	0,93	Insurance (Prop/Cas.)	0,64
Auto Parts	1,06	Internet software and services	1,02
Bank	0,46	Investment Co.	0,48
Banks (Regional)	0,33	Machinery	0,87
Beverage	0,77	Metals & Mining	1,07
Beverage (Alcoholic)	0,79	Office Equipment & Services	0,75
Biotechnology	1,15	Oil/Gas (Integrated)	1,01
Broadcasting	1,18	Oil/Gas (Production and Exploration)	1,29
Brokerage & Investment Banking	0,67	Oil/Gas Distribution	0,70
Building Materials	0,70	Oilfield Svcs/Equip.	0,98
Business & Consumer Services	0,85	Packaging & Container	0,66
Cable TV	1,20	Paper/Forest Products	0,63
Chemical (Basic)	0,76	Pharma & Drugs	0,88
Chemical (Diversified)	1,09	Power	0,52
Chemical (Specialty)	0,83	Precious Metals	1,18
Coal & Related Energy	1,02	Publishing & Newspapers	0,69
Computer Services	0,97	R.E.I.T.	NA
Computer Software	1,19	Railroad	0,69
Computers/Peripherals	0,65	Real Estate	0,72
Construction	0,74	Real Estate (Development)	0,75
Diversified	0,64	Real Estate (Operations & Services)	0,65
Educational Services	1,14	Recreation	0,78
Electrical Equipment	0,85	Reinsurance	0,84
Electronics	0,75	Restaurant	0,78
Electronics (Consumer & Office)	0,82	Retail (Automotive)	0,56
Engineering	0,73	Retail (Building Supply)	0,54
Entertainment	1,24	Retail (Distributors)	0,65
Environmental & Waste Services	1,06	Retail (General)	0,79
Farming/Agriculture	0,72	Retail (Grocery and Food)	0,75
Financial Svcs.	0,48	Retail (Internet)	1,19
Financial Svcs. (Non-bank & Insur)	0,52	Retail (Special Lines)	1,04
Food Processing	0,71	Rubber& Tires	0,72
Food Wholesalers	0,60	Semiconductor	0,96
Furn/Home Furnishings	0,78	Semiconductor Equip	1,00
Healthcare Equipment	1,18	Shipbuilding & Marine	0,61
Healthcare Facilities	0,51	Shoe	0,89
Healthcare Products	0,89	Steel	0,78
Healthcare Services	0,80	Telecom (Wireless)	0,70
Healthcare Information and Techno	1,22	Telecom. Equipment	1,02
Heavy Construction	0,84	Telecom. Services	0,71
Homebuilding	0,81	Thrift	0,55
		Tobacco	0,52
		Transportation	0,63
		Trucking	0,58
		Utility (General)	0,23
		Utility (Water)	0,60

Fuente: DAMODARAN ON LINE - <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>