

**Distribuciones ZZ
Inversiones FZZ S.A.S**

Fecha de valoración: diciembre de 2018

Recomendación: Mantener

Precio de la Acción y Valor del IGBC

Precio de la acción: COP\$6.197

Capital suscrito: \$950.000.000

La expectativa parte principalmente del crecimiento proyectado, el buen manejo de los costos fijos y el potencial administrativo que tiene la pyme, dada su antigüedad.

Tabla de valoración con los datos financieros más destacados

Indicador	2018	2019 p	2020 p	2021 p	2022 p	2023 p
Activos	\$3.801.770.078	\$4.335.658.136	\$4.567.932.080	\$4.992.525.891	\$5.316.872.217	\$5.673.568.066
Nivel de endeudamiento	55%	56%	55%	52%	48%	46%
Margen operacional	4%	5%	6%	6%	6%	6%
RAN	13%	25%	30%	34%	35%	38%
WACC	10%	13%	13%	13%	13%	13%
FCL	\$1.134.794.540	\$534.656.703	\$628.157.884	\$511.035.922	\$716.827.820	\$825.612.376
UODI	\$384.673.347	\$537.910.564	\$633.126.674	\$713.658.033	\$806.774.833	\$913.650.635
Renta op./activos tot.	15%	19%	21%	22%	23%	24%
Rot. C x C días	38	37	37	37	37	37
Rot. inventarios días	44	37	33	30	30	30
Rot. proveedores días	28	25	28	28	28	28
Ciclo de caja días	54	48	42	40	40	40
EBITDA	\$575.644.268	\$838.030.372	\$994.587.998	\$1.128.865.836	\$1.276.636.214	\$1.438.312.681
Margen ebitda	4%	5%	6%	6%	6%	7%

Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización bursátil: \$950.000.000

Número de acciones en circulación: 950.000

Apreciación global de la compañía

Localización: calle 24 # 18-42, Manizales (Colombia).

Industria: comercializadora de insumos para la construcción.

Descripción: compañía colombiana comercializadora. Opera principalmente en el Eje Cafetero del país.

Productos y servicios: transporte y comercialización de artículos de construcción y ferretería.

Sitio web de la compañía: www.distribucioneszz.com.co

Analista:
David Felipe Zuluaga

Directora de la investigación de inversión:
Sandra Constanza Gaitán Riaño

Asesor de investigación:
Juan David González

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

La empresa cambió su estatus de persona natural a sociedad por acciones simple en el año 2016, y es apenas ahí cuando se suscribe el capital de 950.000 acciones, con precio de COP\$1.000 por acción.

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

La empresa se enfrenta a varios retos en diferentes aspectos: tiene la necesidad imperativa de crecer para no desaparecer, dado que este es uno de los *drivers* más determinantes.

Así mismo, se expone la necesidad de controlar y gestionar los gastos fijos, debido a que tienen un peso preponderante sobre el total de la venta. Esto lleva entonces a concluir que el mayor potencial de valoración se encuentra en la eficiencia logística, para diluir los mencionados gastos fijos y lograr mejorar indicadores como EVA y FCL.

TESIS DE INVERSIÓN

Al realizar simulaciones sobre el valor de la acción en función del crecimiento y del costo de la mercancía vendida, se esclarece que ambos son, junto con el costo de capital, los *drivers* más influyentes. Luego, la inferencia de la reducción de gastos fijos parte de enlazar los resultados obtenidos al simular dichas variables. Actualmente, los gastos de operar ascienden alrededor del 13% de la venta. Por esta razón, al proyectar el costo de la mercancía vendida con un margen bruto del 18%, el margen operativo alcanza un valor cercano al 5%. Dicho valor al ser gestionado puede incrementar el valor de la empresa y generar un mejor desempeño en el EVA.

Se espera realizar inversiones en capital humano, que ayuden a mejorar y gestionar este gasto de operación, con el fin de incrementar el valor para el accionista.

VALORACIÓN

Para la valoración de la compañía se efectuó una proyección de los estados financieros consolidados (balance general, estado de resultados y flujo de caja),

por un lapso de 10 años. Para elaborarlos se entablaron conversaciones con la gerencia de la compañía, para esclarecer los planes a largo plazo y los planes de inversión.

Así mismo, se realizó un ejercicio de presupuesto de los rubros que más afectan el balance y el P y G, con el fin de sensibilizar cifras y de ajustarlas a términos más realistas. Con la información anterior se aplicó la metodología de los flujos de caja descontados, definiendo un WACC para cada año que se iba a descontar. Se utilizó el modelo CAPM, el beta desapalancado de Damodaran (2018) del sector *retail (building supply)*, y el KD se extrajo de las previsiones de inversión y de los préstamos definidos por la gerencia de la empresa (ver tabla 1).

Tabla 1. Flujo de caja libre

Flujo de caja	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	1	2	3	4	5	6
= EBIT	\$575.644.268	\$820.530.372	\$963.587.998	\$1.085.615.836	\$1.227.136.214	\$1.388.812.681
+ depreciación	\$0	\$17.500.000	\$31.000.000	\$43.250.000	\$49.500.000	\$49.500.000
- impuestos operativos	\$190.970.921	\$282.619.808	\$330.461.324	\$371.957.803	\$420.361.381	\$475.162.046
= flujo de caja bruto	\$384.673.347	\$555.410.564	\$664.126.674	\$756.908.033	\$856.274.833	\$963.150.635
+/- variación KTNO	-\$930.856.162	-\$232.794.947	-\$87.682.620	\$117.316.045	\$135.108.277	\$133.773.829
= flujo de caja operativo	\$1.315.529.509	\$788.205.511	\$751.809.293	\$639.591.987	\$721.166.556	\$829.376.807
- inversiones AF	\$180.734.969	\$253.548.808	\$123.651.409	\$128.556.065	\$4.338.736	\$3.764.431
= flujo de caja libre	\$1.134.794.540	\$534.656.703	\$628.157.884	\$511.035.922	\$716.827.820	\$825.612.376
Valor continuidad						
WACC	10,22%	12,69%	12,77%	12,83%	13,16%	13,29%

Flujo de caja	2024	2025	2026	2027	2028
	7	8	9	10	11
= EBIT	\$1.572.549.888	\$1.677.924.523	\$1.907.200.511	\$2.115.345.540	\$2.355.049.029
+ depreciación	\$49.500.000	\$102.000.000	\$104.500.000	\$104.500.000	\$104.500.000
- impuestos operativos	\$537.264.729	\$576.459.229	\$653.793.473	\$724.449.233	\$805.730.102
= flujo de caja bruto	\$1.084.785.158	\$1.203.465.294	\$1.357.907.038	\$1.495.396.306	\$1.653.818.928
+/- variación KTNO	\$140.189.136	\$255.834.757	\$164.927.919	\$195.134.910	\$209.244.493
= flujo de caja operativo	\$944.596.023	\$947.630.537	\$1.192.979.119	\$1.300.261.396	\$1.444.574.435
- inversiones AF	\$3.666.229	\$1.353.776.216	\$53.889.502	\$104.006.187	\$254.126.373
= flujo de caja libre	\$940.929.794	-\$406.145.679	\$1.139.089.617	\$1.196.255.209	\$1.190.448.062
Valor continuidad					\$ 12.256.426.111
WACC	13,36%	15,57%	12,85%	12,93%	13,00%

Igualmente, se utilizó la valoración por EVA, la cual, de acuerdo con García (2003) en su libro *Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA*,

señala que debe arrojar el mismo resultado que el obtenido a través de flujos de caja descontados (tabla 2).

Tabla 2. Valoración por EVA

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
NOPAT		384.673.347	537.910.564	633.126.674	713.658.033	806.774.833	913.650.635
ANDEO	2.866.659.203	2.111.967.031	2.115.220.892	2.120.189.682	2.322.811.792	2.412.078.797	2.500.117.057
ROA		13%	25%	30%	34%	35%	38%
EVA		\$ 91.701.119	\$ 269.923.665	\$ 362.949.205	\$ 441.647.219	\$ 501.065.059	\$ 593.102.046

	2024	2025	2026	2027	2028
NOPAT	1.035.285.158	1.101.465.294	1.253.407.038	1.390.896.306	1.549.318.928
ANDEO	2.594.472.421	4.102.083.394	4.216.400.816	4.411.041.913	4.769.912.779
ROA	41%	42%	31%	33%	35%
EVA	\$ 701.283.563	\$ 697.593.827	\$ 726.160.839	\$ 845.716.311	\$ 975.696.732
EVA continuidad					7.486.513.332

El resultado revela una diferencia de \$4.527.000 aproximadamente en cada caso que se simuló. Esta diferencia tiene un peso del 0,42% en el escenario menos favorable. Se decide continuar con la valoración y desestimar la diferencia. La valoración por EVA muestra un desempeño bueno en la creación de valor, y en los casos donde se destruye, esto no sucede por más de un período (ver tabla 2).

En los anexos 5 y 6, se encuentra la información del resultado de la valoración, así como la proyección del P y G.

Simulación

Al hacer simulaciones con las variables que se presentan a continuación en el gráfico 1, se encontró que tienen un impacto fuerte en el valor de la acción. Se realiza entonces un análisis de cada variable, y su respectivo desempeño cuando se corren en función del precio de la acción.

Crecimiento (escenario base, 9%)

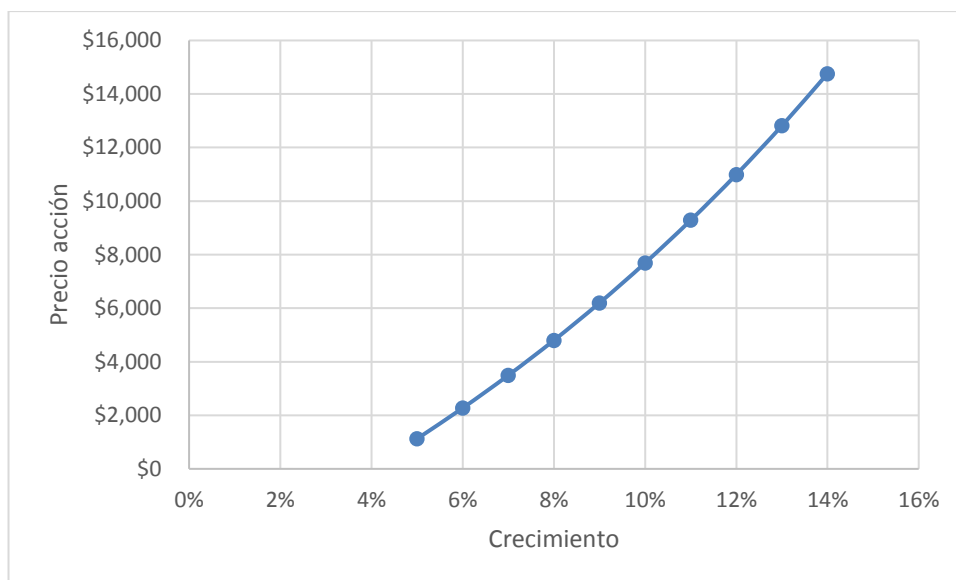


Gráfico 1. Ventas versus precio de la acción.

Fuente: elaboración propia.

Los datos del gráfico 1 muestran que es un conductor con alta repercusión, puesto que, con un crecimiento mayor, la relación entre precio-crecimiento es mayor a 1.

CMV (escenario base, 82%)

Tabla 3. CMV versus crecimiento de las ventas – precio acción

	6,198	6%	8%	9%	10%	12%
CMV	60%	\$ 29.358	\$ 35.952	\$ 39.620	\$ 43.559	\$ 52.325
	64%	\$ 24.337	\$ 30.160	\$ 33.397	\$ 36.870	\$ 44.592
	68%	\$ 19.376	\$ 24.449	\$ 27.267	\$ 30.289	\$ 37.002
	72%	\$ 14.458	\$ 18.794	\$ 21.200	\$ 23.779	\$ 29.504
	76%	\$ 9.570	\$ 13.178	\$ 15.177	\$ 17.319	\$ 22.069
	82%	\$ 2.271	\$ 4.801	\$ 6.198	\$ 7.691	\$ 10.992
	84%	-\$ 175	\$ 2.012	\$ 3.211	\$ 4.490	\$ 7.313
	86%	-\$ 2.378	-\$ 799	\$ 216	\$ 1.287	\$ 3.636
	88%	-\$ 4.910	-\$ 3.278	-\$ 2.907	-\$ 1.978	-\$ 71
	90%	-\$ 7.347	-\$ 6.237	-\$ 5.617	-\$ 4.916	-\$ 3.416

Fuente: elaboración propia.

La simulación presentada en la tabla 3 expone la necesidad de trabajar en los gastos fijos, como se mencionó anteriormente. De acuerdo con los resultados de margen bruto, el cual arroja un promedio de 18%, y el margen ebitda, con un promedio de 6%, se demuestra que se destruye valor al incrementar el CMV; sin embargo, este efecto se ve disminuido con un crecimiento mayor. Por ende, se concluye que se debe trabajar el aspecto que destruye valor luego del margen bruto; es decir, el gasto de operación.

WACC (metodología *rolling WACC*)

Tabla 4. WACC versus crecimiento de las ventas – precio acción

	6,197.64	6%	8%	9%	12%	14%
WACC	6%	\$ 8.290	\$ 20.385	\$ 27.165	\$ 50.865	\$ 69.869
	7%	\$ 6.131	\$ 14.711	\$ 19.513	\$ 36.263	\$ 49.663
	8%	\$ 4.829	\$ 11.329	\$ 14.961	\$ 27.603	\$ 37.694
	9%	\$ 3.955	\$ 9.090	\$ 11.955	\$ 21.907	\$ 29.832
	10%	\$ 3.326	\$ 7.504	\$ 9.831	\$ 17.897	\$ 24.307
	11%	\$ 2.850	\$ 6.324	\$ 8.255	\$ 14.938	\$ 20.235
	12%	\$ 2.477	\$ 5.414	\$ 7.044	\$ 12.674	\$ 17.127
	13%	\$ 2.174	\$ 4.691	\$ 6.087	\$ 10.894	\$ 14.688
	14%	\$ 1.924	\$ 4.105	\$ 5.312	\$ 9.464	\$ 12.732
	15%	\$ 1.713	\$ 3.621	\$ 4.675	\$ 8.293	\$ 11.136
	16%	\$ 1.532	\$ 3.214	\$ 4.142	\$ 7.321	\$ 9.813

El costo de capital es también un fuerte conductor de valor, puesto que una disminución de un 3% o más implica un cambio muy importante en el valor de la acción. Dentro del costo de capital el valor que más afecta es el costo del accionista, por lo que se deberá gestionar apropiadamente para no generar deuda y lograr un WACC inferior con juegos contables (tabla 4).

Análisis de la industria

La industria de la construcción ha tenido un crecimiento muy fuerte en el siglo XXI, gracias a políticas gubernamentales y, en específico, al estatus de “locomotora” que se le brindó, especialmente desde el gobierno del presidente Juan Manuel Santos. Con programas como 100.000 viviendas gratis y el mejoramiento de vías, se dinamizó fuertemente el sector. A pesar de esto, desde

la caída de los precios del petróleo, que empezó en el año 2014 y se prolongó hasta el 2017, se ha venido frenando esta inercia y ha desacelerado el ritmo vertiginoso existente en la construcción, el cual generaba señales de burbuja inmobiliaria.

Es importante entender el desempeño del sector en los últimos años, sobre todo cuando la política monetaria estuvo propendiendo por contener la inflación, dada la situación con los precios del petróleo mencionada anteriormente. La gráfica a continuación presenta la evolución de los últimos dos años de las ramas más importantes del PIB, en la cual se evidencia que, en el año 2016, el sector construcción creció un 4,5% para luego decrecer un -0,7% en 2017. El gráfico 2 también expone que en general la mayoría de los sectores, a excepción del de agricultura, han decrecido o han crecido menos, en comparación con el año inmediatamente anterior.

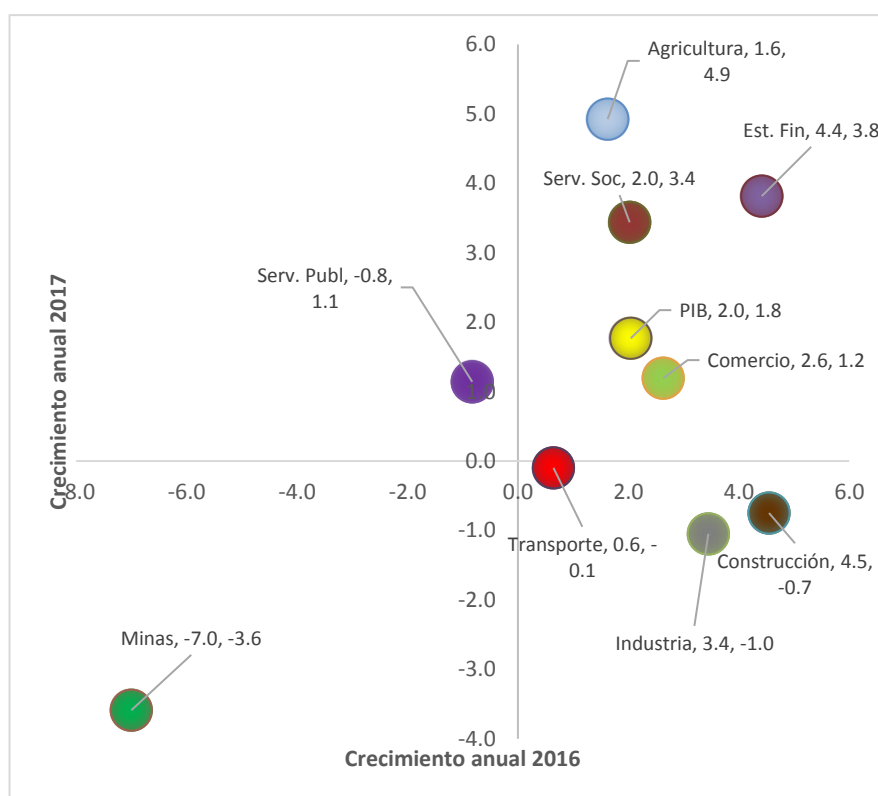


Gráfico 2. Crecimiento anual del PIB por sectores, 2017 vs. 2016. Ejes porcentaje

Fuente: cálculos: elaboración propia, a partir del Dane (2018a).

La cadena de valor del sector de la construcción se forma a través de un fabricante, el cual está en potestad de negociar directamente con el ejecutor de la obra o de vender sus productos a un subdistribuidor, para que este negocie directamente. El sector de la construcción tiene diferentes subsectores; entre estos se encuentran: edificaciones, obras civiles, infraestructura y comercialización. El caso por analizar hace parte del subsector comercialización, especialmente del canal ferretero, por lo cual es necesario profundizar en cifras contextualizadas con la realidad, el tamaño, la estructura y las fuentes de creación de valor. De acuerdo con la revista *Fierros* (2018), en el año 2017 el subsector ferretero aportó 2,5% del PIB del país, alcanzando unas ventas anuales de COP\$18,7 billones y un crecimiento en los últimos años de un 10% aproximadamente.

El comportamiento del subsector se analiza en la encuesta mensual de comercio al por menor y comercio de vehículos (EMCM) realizada por el DANE. En este estudio se encuestan empresas que articulan 16 grupos de mercancías, las cuales representan el grueso del comercio minorista en el país. Los grupos más importantes son víveres, electrodomésticos, repuestos para vehículos y artículos de ferretería y pintura. El gráfico 3 muestra en el eje principal el comportamiento de los diferentes sectores entre los años 2010 y 2017, y en el eje secundario se muestra el total del comercio minorista dibujado como línea, para entender la tendencia que ha seguido.

Para el gráfico 3 se escogieron los sectores con mayor promedio de crecimiento en el lapso mencionado. El sector con el mejor promedio de crecimiento de ventas es el ferretero. Esto demuestra que su tasa es muy favorable y sólida en comparación con los otros 15 sectores; sin embargo, los dos últimos años la tendencia ha sido bajista, explicada por el paro camionero en 2016, y por una apreciación del dólar muy fuerte. Esto derivó en una disminución de la dinámica importadora, la cual juega un rol crítico en el sector, pues los artículos importados representan un rubro importante dentro del portafolio de los comerciantes ferreteros.

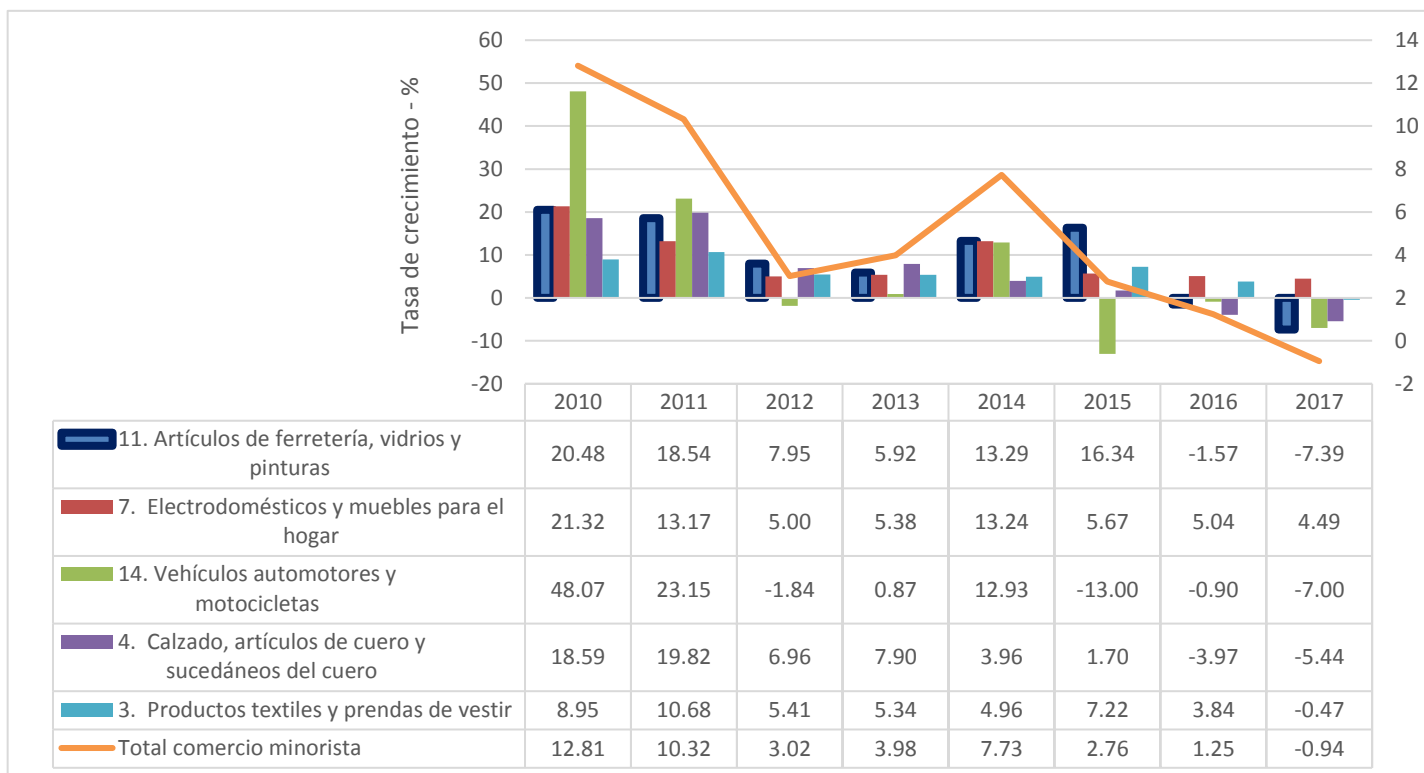


Gráfico 3. Variación porcentual de las ventas minoristas

Fuente: elaboración propia, cálculos a partir de EMCM (Dane, 2018a).

Los factores económicos que más tienden a influir sobre el grupo de mercancías de ferretería son: inflación, tasa de cambio, tasa de interés y consumo. Estos factores golpean fuertemente al subsector, dada su sensibilidad ante distorsiones ocasionadas por externalidades como la variación de los precios del petróleo o como el paro camionero. El choque deriva en un incremento en los precios de los bienes comercializados. Luego, el encarecimiento de los productos de construcción retrasa su dinámica, dado que ni el consumidor final ni el constructor están dispuestos a hacer inversiones grandes cuando las expectativas de precio tienen tendencia alcista.

El subsector cuenta con 26.407 ferreterías (dato de 2016) y, a pesar de esto, no existe un ente de control dedicado a regular la actividad de estas empresas. Los entes de control actuales son la Superintendencia de Industria y Comercio y la Superintendencia de Sociedades.

De acuerdo con el boletín técnico de “Indicadores económicos alrededor de la construcción (IEAC)” publicado por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE, 2018b), el sector de la construcción está permeado por una variedad de indicadores de desempeño que exponen de manera adecuada sus resultados. Estos permiten hacer análisis para ayudar en la toma de decisiones. Entre los más importantes se encuentran: licencias de construcción y censo de edificaciones, despacho de cemento gris e índice de costos de la construcción de vivienda (ICCV). Estos están correlacionados tal cual lo explica la Federación Nacional de Comerciantes (Fenalco, 2018), en su artículo “La Construcción y el comercio”, donde expone que las licencias de construcción afectan de manera positiva las ventas de artículos de ferretería y pinturas con un rezago de 12 meses y que, según los cálculos, una variación en un metro cuadrado de las licencias de construcción origina una variación de 0,42% en el índice de ventas minoristas.

En este subsector la competencia es profunda; no obstante, existen fábricas con gran poder de negociación, como la Compañía Colombiana de Cerámicas, la cual en ocasiones pide exclusividad a subdistribuidores, con el fin de otorgar descuentos adicionales y así asegurar un volumen de ventas. También por parte de los mayoristas o detallistas, empresas como Sodimac pueden lograr negociaciones importantes sobre las condiciones de crédito otorgadas por sus proveedores. A pesar de esto, no existe regulación explícita en el mercado, el precio en la mayoría de los artículos está determinado por las leyes de la oferta y la demanda; sin embargo, el fabricante intenta mantener precios estandarizados dentro del subsector ferretero. Lo hace a través de listas de precios sugeridas tanto al público como al detallista, de forma que se eviten desviaciones fuertes en el precio, que afecten a algunos competidores.

Descripción de la Compañía

Distribuciones ZZ es una empresa creada en 1996 en Manizales, que está dedicada a la comercialización al por mayor de artículos para construcción y ferretería. Tiene una sede administrativa y un centro de distribución en Manizales, y también cuenta con una bodega en el municipio de Dosquebradas.

Actualmente cuenta con 50 empleados de planta y tiene cinco camiones para realizar las entregas en el Eje Cafetero.

Distribuciones ZZ se encuentra en el “top 5” de las empresas del sector ferretero del departamento de Caldas. De acuerdo con el censo ferretero realizado por la Cámara Colombiana de la Construcción (Camacol, 2018), es líder a nivel de cobertura en la región, lo que significa que los encuestados refirieron a esta empresa como su proveedor principal en la mayoría de las poblaciones. Entre las poblaciones que atiende se encuentran: Manizales, Villamaría, Samaná, Chinchiná, Pensilvania, Marquetalia, Manzanares y Neira. Esa empresa tiene tres líneas de negocio: (1) atención a ferreterías de periferia y poblaciones, (2) constructoras y (3) licitaciones. Si bien la línea principal es la 1, la ferretera, se están haciendo esfuerzos para crecer en la línea 2, la de constructoras, dado el auge del sector en los últimos años. También, se han logrado negocios importantes en el tema de licitaciones. Esta línea, la 3, es una línea con potencial por explorar e impulsar.

Actualmente, la empresa está ampliando su cobertura a través de la atención a nichos de mercado que son tangentes a los principales. Ejemplos de estos nichos son las ebanisterías, las vidrieras y las metalisterías. Con esta estrategia se pretende escapar del círculo vicioso de la “guerra del centavo”, y encontrar un camino más armónico sobre el cual transitar sin necesidad de golpear la rentabilidad. A continuación se presenta el análisis DOFA en la tabla 5.

Tabla 5. Análisis DOFA

Debilidades	Oportunidades
<ul style="list-style-type: none"> • Compra de artículos a intermediarios, por lo cual el precio es percibido como alto por la clientela. • Falla en la estandarización de procesos, lo que hace que no exista una identidad o un sello corporativo en cada actividad realizada. • En la sede de Dosquebradas la capacidad de la bodega es reducida para introducir nuevos productos al portafolio, inhibiendo el crecimiento en ventas allí. 	<ul style="list-style-type: none"> • Existen zonas dentro del área que abarca la empresa que no están cubiertas al 100%. (Caldas, Quindío, Risaralda, Norte del Valle, Tolima). • Atacar nichos de mercado aledaños a los actuales. • Seguir en constante ampliación del portafolio, así como con una evaluación meticulosa del desempeño de cada línea.

<ul style="list-style-type: none"> • El departamento de cartera y cobro no está bien estructurado para manejar casos de cobros jurídicos y recuperación de carteras con vencimientos superiores a 360 días. Igualmente, no cuenta con personal especializado para analizar cupos de crédito a empresas con potenciales altos de crecimiento. • Existe una desarticulación en la comunicación interna de la empresa, lo cual lleva a reprocesos por desconocimiento y a una carencia de sinergia entre las diferentes áreas de la empresa. • Actualmente no se mide el costo de oportunidad por faltantes de mercancía; es decir, la mercancía que solicitó el cliente pero que la empresa no tenía disponible en inventario. • La atención telefónica no le brinda al cliente un servicio deseable, dada la desarticulación anteriormente mencionada. Cada área se ocupa de lo propio, sin prestarle ayuda a otros colaboradores. 	<ul style="list-style-type: none"> • La construcción como “locomotora” del país ha generado un apogeo de la industria a niveles muy altos. • Formar al personal actual en su desarrollo personal y técnico para que retribuya, con sus conocimientos y capacidades, a la mejora continua de la empresa. • La empresa está en un plan de expansión, con la construcción de una bodega nueva para la sede Dosquebradas. Con esto se pretende ampliar la capacidad de almacenamiento y lograr un portafolio más completo. • Fortalecer el área de licitaciones de la empresa.
<p>Fortalezas</p>	<p>Amenazas</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Haber sido pioneros del modelo de negocio en Caldas hace que exista un gran reconocimiento por parte de los ferreteros de la ciudad. • El personal cuenta con un conocimiento profundo del portafolio y está en constante capacitación. • Tener un catálogo de productos muy amplio. • La empresa cerró su punto de venta al público. Con esto se especializó en la distribución y dejó de ser competencia para su clientela. • La rotación de cartera ha permitido que el flujo de caja sea solvente para responder por todas sus obligaciones. Esto ha hecho que el sector financiero y los proveedores tengan a Distribuciones ZZ en un alto concepto. • El personal tiene trayectoria importante dentro de la empresa y se pueden desempeñar en diferentes cargos. • Personal profesional para cargos directivos, la empresa entró en un adecuado proceso de profesionalización. • La promesa de entrega de la empresa es de un día, lo que hace que la clientela cuente con mercancía en un plazo muy corto. • Reinención de las estrategias de mercadeo. 	<ul style="list-style-type: none"> • La empresa está sujeta en un alto porcentaje a las entregas que realizan sus proveedores. A pesar de tener inventario permanente, en el momento en el que se hace una venta puntual y este se acaba, se depende de la disponibilidad del proveedor. • Cada día existen más empresas entrando al mismo negocio, lo cual implica menos cuota de mercado. • Algunos competidores se han especializado en ciertos productos, por lo que cuentan con mejores precios en sus respectivos segmentos. • Formatos como Construrama y Disensa, que son programas impulsados por productores de cemento, buscan que un emprendedor incursione en el negocio de ferretería y haga toda su labor de abastecimiento a través de ellos mismos, lo que deriva en menores compras a subdistribuidores como Distribuciones ZZ. • Empresas muy grandes del sector, como Grupo Orbis, han decidido abrir ferreterías. Es una integración vertical que perjudica al ferretero tradicional, hasta el punto de poder quebrarlo. Estas mismas empresas, pertenecientes a una

	<p><i>holding</i>, se surten a través de esta, dejando sin mercado a empresas como Distribuciones ZZ.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Algunos proveedores atienden la clientela de la empresa cuando esta logra un tamaño y poder de compra importante. • Las barreras de entrada son pocas, por lo cual existe la posibilidad de que se inunde el mercado de competidores con los cuales haya que compartir cuota de mercado. Los proveedores podrían ser competencia, dado que muchos de ellos abren distribución directa a la clientela de Distribuciones ZZ.
--	---

Fuente: elaboración propia.

Productos y servicios

La empresa está especializada en la venta de materiales para la construcción de obra blanca; es decir, en la parte de terminados. Es especialmente fuerte en grifería, plomería, PVC y sistema liviano. Adicionalmente, está incluyendo dentro del portafolio artículos para estados de obra anteriores a los terminados. Esto con el fin de suministrar artículos para todas las etapas de la obra. Además de los productos mencionados anteriormente, pretende proveer un servicio integral, brindando el servicio de transporte sin cobro desde las bodegas de la empresa hasta los establecimientos de comercio o hasta las obras. También es importante resaltar que dentro de la negociación existe la posibilidad de otorgar crédito. De acuerdo con el censo de ferreteros realizado por Camacol (2018), de las 397 ferreterías encuestadas, el 75% paga sus facturas a 30 días. El porcentaje restante se reparte entre pagos de contado (10,96%), pagos a 45 días (8,5%) y pagos a 60 o más días (5,54%). El estándar de crédito en Distribuciones ZZ es de 30 días, aunque en casos especiales se hacen negociaciones dependiendo del tipo de cliente.

Una de las fortalezas de la empresa se fundamenta en ofrecer productos por encargo; es decir, productos que no hacen parte del portafolio de la empresa y que tampoco existen en inventario, pero que la empresa está en capacidad de conseguir. Dada la variedad de proveedores, Distribuciones ZZ tiene la posibilidad de suministrar la mayoría de los requerimientos especializados, y de

lograr así una fidelización importante de la clientela.

Estrategia

Contrario a la idea de lograr una ampliación de nuevos clientes por atender, la estrategia de la empresa se centra en diversificar su catálogo de productos, con el fin de desarrollar la base de clientes que tiene actualmente. Para lograr una gestión efectiva del desarrollo del portafolio de clientes se deben buscar productos y fabricantes estratégicos, dado que el mercado cuenta con muchas opciones y se requiere de bienes que cumplan con los requerimientos de precio, calidad e innovación.

Desarrollos recientes

Actualmente, el portafolio de clientes es muy estable; sin embargo, desde la gerencia se está impulsando la exploración de sectores colaterales al ferretero y al constructor. Estos incluyen empresas especializadas que utilizan artículos que también se encuentran en ferreterías; por ejemplo: vidrierías, cerrajerías y ebanisterías. La fase de exploración (en la cual se encuentra actualmente) consiste en efectuar visitas a estas empresas y buscar oportunidades para negociar con los artículos que actualmente tiene Distribuciones ZZ. Luego, de acuerdo con la consolidación de clientes, se empezará a desarrollar la clientela impulsando diferentes tipos de productos. Por último, para hacer la apertura del cliente, se especializa un catálogo para hacer atractiva a Distribuciones ZZ como opción para suministrarle a cada compañía los productos y servicios que cada una utilice.

Análisis de los competidores

El Eje Cafetero tiene entre 25 y 30 empresas dedicadas a la misma actividad que realiza Distribuciones ZZ. Es importante indicar que entre el 35% y el 40% de estas empresas tienen sede principal en Bogotá, Medellín o Barranquilla. Esta área geográfica tiene diferentes ventajas, que la hacen interesantes tanto para empresas locales como nacionales, entre las cuales se destacan la cercanía entre los tres departamentos del Eje, donde el desplazamiento desde Manizales

hasta Pereira tarda una hora, y hacia Armenia tarda solo hora y media. El tamaño de la población es otro tema que logra atraer empresas, dado que en el departamento de Caldas habitan 988.000 personas; en Risaralda, 941.000, y en Quindío, 559.000, para un total de 2.488.000 habitantes aproximadamente.

Tener un mercado potencial de este tamaño ha hecho que empresas radicadas en otras partes del país se fijan en el Eje Cafetero como lugar para desarrollar sus actividades comerciales e industriales. Así, los competidores principales son Armetales, Almacén París, Dyna, Distribuciones Hoyostools, Ferroeléctricos J.J., Almacén Sanitario y HDC Ferretería y Suministros, entre otros. Al analizar a fondo, se encuentra con que el líder en ventas es Armetales, seguido de Almacén París. Estos dos son punteros en Caldas en cuanto a ingresos. Se destaca entre sus fortalezas el contar con una fuerte presencia, en términos de sucursales y venta directa al público. Armetales ha desarrollado ampliamente el mercado en hierro, cemento y artículos para las etapas tempranas de las obras. La venta de estos artículos implica sacrificio en rentabilidad, para lograr volúmenes de ventas muy altos. Esta empresa se encuentra en el top 15 de ventas a nivel nacional, de acuerdo con la revista *Fierros* (Ponce de León, 2018).

Para el caso de Almacén París, al tener el respaldo de una firma como Pavco, como único subdistribuidor de Manizales, ha hecho que sea referenciada por parte de los constructores y ferreteros como el único proveedor de la zona de la marca líder de PVC en el país. Adicionalmente, especializó su portafolio en la venta de tubería estructural. Esta tubería es de precios valorados, y su venta se ha ido incrementando a medida que se han ido haciendo obras de infraestructura en la ciudad y en el Eje Cafetero.

A pesar de que Distribuciones ZZ ostenta una posición de liderazgo en términos de cobertura, es importante que siga innovando, puesto que las demás empresas están emulando estrategias realizadas por los líderes, para asegurar una cuota de mercado. Así mismo, la empresa debe aprender de los líderes en ventas para incorporar buenas prácticas al interior y seguir creciendo.

Desempeño de la administración y antecedentes

La empresa empezó en sus inicios con la figura jurídica de persona natural. Luego de 20 años bajo esta figura, decide convertirse en Sociedad por Acciones Simplificada S.A.S., buscando una mayor protección y solidez del patrimonio construido a nivel personal. También tiene como fin una mayor organización, y la posibilidad de hacer relevo generacional con mayor facilidad. Al interior se han estructurado metas de crecimiento importantes y durante cada año, hasta 2016, estas se han superado con creces. Es entonces cuando se decide buscar alternativas para que la empresa no estanque su crecimiento y pueda continuar por una senda de expansión constante.

De esta manera, la empresa entra desde entonces en un continuo proceso de profesionalización. Actualmente el personal es altamente calificado, con profesionales en los cargos especializados y de mando intermedio. Adicionalmente, se está apoyando a las personas de cargos operativos para que realicen estudios posteriores, para que puedan prepararse para vacantes futuras que puedan aparecer en la empresa. También se pretende ampliar la planta de trabajadores, en conjunto con la especialización de los puestos de trabajo.

Análisis del accionista

Como se mencionó anteriormente, la empresa es una sociedad tipo S.A.S., de tipo familiar, en la cual cuatro miembros de la familia Zuluaga tienen acciones, y está restringido el acceso a miembros nuevos. El socio mayoritario tiene el 55% de las acciones, y es además el gerente de la empresa. El segundo accionista con mayor participación tiene el 25%, y los otros dos tienen participación en iguales proporciones. El capital suscrito es COP\$950.000.000, y está dividido en paquetes de 1000 acciones. En la actualidad no está estipulada una política de dividendos.

RIESGOS DE INVERSIÓN

Distribuciones ZZ se enfrenta a diferentes tipos de riesgo en su actividad diaria. Estos mismos han de ser gestionados, para así lograr un desempeño superior y no perder terreno frente a la competencia. Entre los riesgos más importantes

para tener en cuenta se encuentran: riesgo de mercado, riesgo de tipo de cambio, riesgo de precio, riesgo operativo, riesgo financiero y riesgo de procesos internos. La compañía intenta cubrir cada uno de esos riesgos con mecanismos propuestos por cada área a la que le corresponda mitigar algún inconveniente que pueda presentarse dentro de la empresa.

- **Riesgo de mercado (nacional e internacional y precio)**

Existe un riesgo latente de contar con mayor competencia cada día. Dado que las barreras de entrada son pocas, es muy probable que cada vez la empresa se tenga que enfrentar a competidores más fuertes. Para esto, el Departamento de Mercadeo y el Área Comercial se enfocan en hacer un apropiado *benchmarking* y en estrategias que tiendan a alcanzar una mayor fidelización por parte de la clientela.

- **Riesgo de tipo de cambio**

Es un riesgo cruzado porque la empresa, aunque no es importadora directamente, sí se ve fuertemente afectada por los proveedores que lo hacen. Luego, es importante hacerle seguimiento a los cambios fuertes en el dólar, teniendo muy presente un análisis fundamental para intentar hacer un abastecimiento con antelación y no permitir que las variaciones fuertes en el dólar impliquen disminuciones grandes de la demanda.

- **Riesgo de escasez de producto**

Al ser una empresa comercializadora, es fundamental que la empresa no dependa de un solo proveedor para cumplir con la demanda de la clientela. Es entonces cuando el Departamento de Compras debe hacer una labor importante en términos de desarrollo de proveedores y de consecución de nuevos productos.

- **Riesgo operativo**

La empresa tiene una alta dependencia del personal de bodega; este debe estar bien entrenado, y la curva de aprendizaje es lenta. Se está planeando una marcación de la bodega, de forma tal que se reduzca el tiempo de entrenamiento y no se dependa de conocimientos previos para desempeñar bien una función.

- Riesgo financiero

La empresa contrató a un asesor externo para tratar los temas financieros y contables. Actualmente está desarrollando un plan de auditorías financieras, que se desarrollará para diagnosticar y tratar hábitos que no le agreguen valor a la empresa.

- Riesgo de procesos internos

La empresa está empezando a engranar los diferentes procesos, con la construcción de un *balanced scorecard*, y con la creación de comités procurará que las áreas no trabajen como islas y puedan empezar a generar sinergias dentro de la empresa.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

- Evolución histórica

A continuación en la tabla 6 se expone el desempeño que ha tenido la empresa en los indicadores principales de operación. Cabe aclarar que en los años 2016 y 2017 se acompaña el número con la letra C, debido a que se consolidó el desempeño de la empresa a nombre de Norberto Zuluaga y de Inversiones FZZ. A partir de 2018 se hacen todas las operaciones a nombre de esta última.

Tabla 6. Indicadores desempeño histórico

Indicador	2012	2013	2014	2015	2016	2017
KTNO	\$488.241.830	\$545.667.076	\$680.249.858	\$1.217.355.997	\$3.204.445.746	\$2.655.358.180
Rotación cartera	0,00	39,72	41,45	40,08	36,77	36,53
Rotación inventarios	0,00	23,56	25,13	27,57	36,84	47,74
Rotación proveedores	0,00	37,85	34,92	24,29	22,54	31,14
Margen operacional	5,38%	4,69%	5,26%	7,86%	4,79%	3,85%
Margen neto	3,84%	3,50%	4,16%	6,30%	3,95%	2,90%
ROA	10,58%	9,78%	10,48%	16,08%	10,75%	8,90%
ROE	60,27%	27,51%	12,06%	50,78%	49,98%	27,86%
WACC	12,85%	13,08%	12,27%	14,42%	10,81%	11,77%
Rent. op./activos tot.	14,82%	13,14%	10,44%	8,76%	13,04%	11,83%

Fuente: elaboración propia.

- Ventas estimadas

Las ventas de la empresa se proyectan usando tres supuestos de crecimiento.

El escenario base se planteó de acuerdo con un crecimiento histórico del sector, junto con proyecciones de la empresa (tabla 7 y gráfico 4).

Tabla 7. Ventas estimadas

Año	VENTAS TOTALES		
	2017 C	13.841.994.247	13.841.994.247
2018 p	14.328.028.376	14.328.028.376	14.328.028.376
2019 p	15.617.550.930	15.044.429.795	16.047.391.782
2020 p	17.023.130.514	15.796.651.285	17.973.078.795
2021 p	18.555.212.260	16.586.483.849	20.129.848.251
2022 p	20.225.181.364	17.415.808.042	22.545.430.041
2023 p	22.045.447.686	18.286.598.444	25.250.881.646
2024 p	24.029.537.978	19.200.928.366	28.280.987.443
2025 p	26.192.196.396	20.160.974.784	31.674.705.937
2026 p	28.549.494.072	21.169.023.523	35.475.670.649
2027 p	31.118.948.538	22.227.474.700	39.732.751.127
2028 p	33.919.653.907	23.338.848.435	44.500.681.262
% crecimiento	Base 9%	5%	12%

Fuente: elaboración propia.



Gráfico 4. Crecimiento en ventas estimado

Fuente: elaboración propia.

- **Costo de la mercancía vendida**

El costo de la mercancía vendida se plantea de acuerdo con un histórico de la empresa. En este se analizan tres escenarios, siendo la base un 82% de las ventas (tabla 8 y gráfico 5).

Tabla 8. Costo de la mercancía vendida

Año	CMV		
2017 C	11.396.828.476	11.396.828.476	11.396.828.476
2018 p	11.879.213.146	11.879.213.146	11.879.213.146
2019 p	12.806.391.763	13.431.093.800	12.025.514.216
2020 p	13.958.967.021	14.639.892.242	13.107.810.496
2021 p	15.215.274.053	15.957.482.544	14.287.513.440
2022 p	16.584.648.718	17.393.655.973	15.573.389.650
2023 p	18.077.267.103	18.959.085.010	16.974.994.719
2024 p	19.704.221.142	20.665.402.661	18.502.744.243
2025 p	21.477.601.045	22.525.288.901	20.167.991.225
2026 p	23.410.585.139	24.552.564.902	21.983.110.435
2027 p	25.517.537.801	26.762.295.743	23.961.590.375
2028 p	27.814.116.204	29.170.902.360	26.118.133.508
% crecimiento	Base 82%	86%	77%

Fuente: elaboración propia.

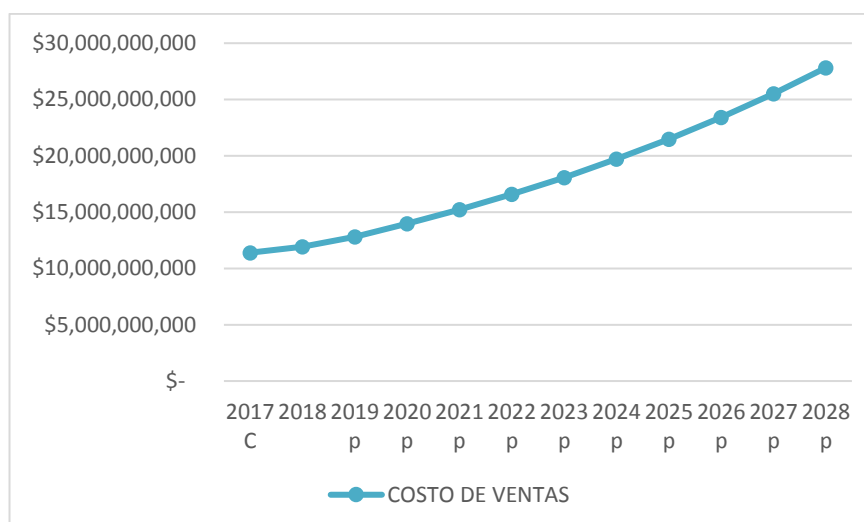


Gráfico 5. Crecimiento del costo de la mercancía vendida

Fuente: elaboración propia.

- **Gastos de administración y de comercialización**

La empresa estipuló varias políticas por adoptar en varios de los ítems que afectan los gastos de administración y ventas, así:

- Personal: la política es aumentar el personal de acuerdo con las necesidades técnicas y comerciales (ver anexo 1).
- Seguros: se elabora una tabla con los vehículos actuales y los vehículos por adquirir, para determinar el costo (ver anexo 2).
- Diversos: en este rubro existe una oportunidad muy grande de gestionar mejor los recursos. Dado que hay apartados con gastos

onerosos actualmente, se procurará reducirlos cada año para lograr mejores resultados (ver anexo 3).

- Servicios: se busca aumentar la inversión en publicidad (lo cual debe tener un impacto en las ventas), y al mismo tiempo reducir las inversiones en ciertos servicios donde la oferta es amplia y de calidad (ver anexo 4).

- **Supuestos de inversión cápex y activos fijos**

Se planea hacer la reposición de los tres camiones más antiguos de la empresa, así como la adquisición de un montacargas para la ciudad de Pereira. Se muestra a continuación en la tabla 9.

Tabla 9. Supuestos de cápex y activos fijos

Balance	2017 C	2018	2019 p	2020 p	2021 p	2022 p	2023 p
ACTIVO FIJO							
Terrenos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Construcciones en curso	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Construcciones y edificaciones	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Maquinaria y equipo	\$ 55.409.001	\$ 87.409.001	\$ 127.409.001	\$ 127.409.001	\$ 127.409.001	\$ 127.409.001	\$ 127.409.001
Equipo de oficina	\$ 105.664.804	\$ 105.417.376	\$ 108.579.897	\$ 111.837.294	\$ 115.192.413	\$ 118.648.185	\$ 122.207.631
Muebles y enseres	\$ -	\$ -	\$ 20.000.000	\$ 20.000.000	\$ 20.000.000	\$ 20.000.000	\$ 20.000.000
Equipo de computación y comunicaciones	\$ 9.034.329	\$ 19.314.330	\$ 19.700.617	\$ 20.094.629	\$ 20.295.575	\$ 20.498.531	\$ 20.703.516
Flota y equipo de transporte	\$ 351.048.661	\$ 251.283.294	\$ 441.283.294	\$ 561.283.294	\$ 686.283.294	\$ 686.283.294	\$ 686.283.294

Fuente: elaboración propia.

- **Capital de trabajo**

A continuación, en la tabla 10 se detalla el planteamiento de la proyección del KTNO.

Tabla 10. Proyección capital de trabajo.

Capital de trabajo	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Inventario	\$ 1.336.261.781	\$ 1.300.177.240	\$ 1.229.793.005	\$ 1.340.474.375	\$ 1.461.117.069	\$ 1.592.617.605
(+) CXC	\$ 1.641.386.892	\$ 1.825.741.703	\$ 1.984.038.397	\$ 2.156.280.791	\$ 2.343.708.947	\$ 2.547.673.781
(-) CXP	\$ 1.253.146.655	\$ 1.634.211.872	\$ 1.809.806.950	\$ 1.975.414.669	\$ 2.148.377.242	\$ 2.350.068.783
KTNO	\$ 1.724.502.018	\$ 1.491.707.071	\$ 1.404.024.451	\$ 1.521.340.497	\$ 1.656.448.774	\$ 1.790.222.602

Fuente: elaboración propia.

Como se evidencia en la tabla anterior, el KTNO cada período es positivo, y la variación de este es negativa en tres períodos. Este fenómeno observado tiene explicación en una reducción importante de inventario almacenado, sobre todo en la venta de inventario de baja rotación.

Tabla 11. Desempeño proyectado deuda-patrimonio

Año	2018	2019 p	2020 p	2021 p	2022 p	2023 p
Pasivo	\$ 837.025.939	\$ 777.677.514	\$ 701.514.916	\$ 603.644.997	\$ 420.736.893	\$ 239.299.813
Patrimonio	\$ 1.711.597.483	\$ 1.923.768.750	\$ 2.056.610.213	\$ 2.413.466.225	\$ 2.747.758.083	\$ 3.084.199.470
Total	\$ 2.548.623.423	\$ 2.701.446.264	\$ 2.758.125.129	\$ 3.017.111.222	\$ 3.168.494.976	\$ 3.323.499.283
% pasivo	32,84%	28,79%	25,43%	20,01%	13,28%	7,20%
% patrimonio	67,16%	71,21%	74,57%	79,99%	86,72%	92,80%
D/E	0,49	0,40	0,34	0,25	0,15	0,08

Fuente: elaboración propia.

Se espera un repunte del patrimonio al saldar deudas con los accionistas y al ir reduciendo el saldo pendiente por pagar en bancos.; sin embargo, con el plan de adquirir una sede propia en la ciudad de Manizales se espera un repunte del pasivo en el total D/E, para el período posterior a 2025.

Tabla 12. Cálculo del costo de capital.

Cálculo Ke	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p
Rf	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%
YTM COL USD	3,88%	3,88%	3,88%	3,88%	3,88%	3,88%	3,88%	3,88%	3,88%	3,88%	3,88%
MRP	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%
Sector	Retail (Building Supply)										
Tasa renta	33%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%
D	33%	29%	25%	20%	13%	7%	2%	37%	33%	29%	24%
E	67%	71%	75%	80%	87%	93%	98%	63%	67%	71%	76%
D/E	0,49	0,40	0,34	0,25	0,15	0,08	0,02	0,59	0,49	0,40	0,32
Rp	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%
Inflación esperada USA 10Y:	1,96%	1,96%	1,96%	1,96%	1,96%	1,96%	1,96%	1,96%	1,96%	1,96%	1,96%
Inflación esperada Colombia 10Y	3,40%	3,40%	3,40%	3,40%	3,40%	3,40%	3,40%	3,40%	3,40%	3,40%	3,40%
Ke a COP dev.	1,41%	1,41%	1,41%	1,41%	1,41%	1,41%	1,41%	1,41%	1,41%	1,41%	1,41%
Bu Sector	0,76	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06
BL empresa	1,01	1,34	1,30	1,24	1,17	1,12	1,07	1,47	1,40	1,34	1,29
Ke USD	11,45%	13,56%	13,28%	12,88%	12,44%	12,11%	11,84%	14,38%	13,95%	13,56%	13,20%
Ke COP	13,02%	15,16%	14,88%	14,47%	14,03%	13,69%	13,42%	16,00%	15,55%	15,17%	14,80%

Kd	6,72%	10,03%	10,04%	9,54%	11,37%	12,33%	15,14%	22,60%	11,18%	11,25%	11,32%
WACC	10,22%	12,69%	12,77%	12,83%	13,16%	13,29%	13,36%	15,57%	12,85%	12,93%	13,00%

Fuente: elaboración propia.

Se puede evidenciar que el WACC mantiene un promedio estable a lo largo de los años, y una desviación relativamente pequeña a lo largo del período proyectado.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Cámara Colombiana de la Construcción – Camacol (2018). *Censo ferretero* [documento de acceso restringido]. Recuperado de http://www.camacolcaldas.com/index.php?option=com_content&view=article&id=92&Itemid=993

Damodaran, Aswath (2018). *Betas by Sector (US)*. Recuperado de <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Departamento Administrativo Nacional de Estadística – Dane (2018a). *Encuesta mensual de comercio al por menor y comercio de vehículos (EMCM) Históricos*. Recuperado de <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/comercio-interno/encuesta-emcm/historico-emcm>

Departamento Administrativo Nacional de Estadística – Dane (2018b). *Boletín Técnico: Indicadores económicos alrededor de la construcción – IEAC. Primer trimestre de 2018*. Recuperado de https://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/pib_const/Bol_ieac_ltrim18.pdf

Fenalco (2018). *La Construcción y el comercio*. Recuperado de <http://www.fenalco.com.co/content/la-construccion-y-el-comercio>

Fierros (2018). *El sector de las cifras*. Recuperado de <https://fierros.com.co/ediciones/ed-66-proyecciones-fierros-2018/sector-las-cifras/>

García, Ó. (2003). *Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA*. Bogotá: Bernal Libros.

Ponce de León, M. (22 de octubre, 2018). *Las compañías más fuertes del sector ferretero*. Fierros. 72, 50-51. Recuperado de <https://fierros.com.co/top-500/>

Anexo 1. Proyección de gastos personal

Ítem/año	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
GASTOS DEL PERSONAL	\$ 1.210.159.286	\$ 1.277.958.460	\$ 1.349.556.083	\$ 1.417.033.887	\$ 1.487.885.582	\$ 1.562.279.861	\$ 1.640.393.854	\$ 1.722.413.546	\$ 1.808.534.224	\$ 1.898.960.935

Personal nuevo

Líder logística	\$ -	\$ 34.800.000	\$ 36.540.000	\$ 38.367.000	\$ 40.285.350	\$ 42.299.618	\$ 44.414.598	\$ 46.635.328	\$ 48.967.095	\$ 51.415.449
Asesor comercial Pereira	\$ 7.395.000	\$ 15.529.500	\$ 16.305.975	\$ 17.121.274	\$ 17.977.337	\$ 18.876.204	\$ 19.820.015	\$ 20.811.015	\$ 21.851.566	\$ 22.944.144
Asesor comercial Manizales	\$ 10.440.000	\$ 21.924.000	\$ 23.020.200	\$ 24.171.210	\$ 25.379.771	\$ 26.648.759	\$ 27.981.197	\$ 29.380.257	\$ 30.849.270	\$ 32.391.733
Contador TC	\$ -	\$ -	\$ 43.500.000	\$ 45.675.000	\$ 47.958.750	\$ 50.356.688	\$ 52.874.522	\$ 55.518.248	\$ 58.294.160	\$ 61.208.868
Asesora telemarketing	\$ 16.097.575	\$ 16.902.454	\$ 17.747.577	\$ 18.634.955	\$ 19.566.703	\$ 20.545.038	\$ 21.572.290	\$ 22.650.905	\$ 23.783.450	\$ 24.972.623
Líder talento humano	\$ -	\$ -	\$ 43.500.000	\$ 45.675.000	\$ 47.958.750	\$ 50.356.688	\$ 52.874.522	\$ 55.518.248	\$ 58.294.160	\$ 61.208.868
Conductor Pereira	\$ 19.140.000	\$ 20.097.000	\$ 21.101.850	\$ 22.156.943	\$ 23.264.790	\$ 24.428.029	\$ 25.649.431	\$ 26.931.902	\$ 28.278.497	\$ 29.692.422

Crecimiento promedio	5,60%	5,60%	5,60%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
----------------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Factor salarial 1,45

Anexo 2. Proyección gastos seguros

Vehículos	Cantidad	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
% camiones 2019	33,33%	\$ 6.131.840	\$ 6.315.795	\$ 6.505.269	\$ 6.700.427	\$ 6.901.440	\$ 7.108.483	\$ 7.321.737	\$ 7.541.389	\$ 7.767.631	\$ 8.000.660
% motos 2019	66,67%	\$ 12.263.679	\$ 12.631.590	\$ 13.010.537	\$ 13.400.853	\$ 13.802.879	\$ 14.216.965	\$ 14.643.474	\$ 15.082.779	\$ 15.535.262	\$ 16.001.320
Total		\$ 18.395.519	\$ 18.947.385	\$ 19.515.806	\$ 20.101.280	\$ 20.704.319	\$ 21.325.448	\$ 21.965.212	\$ 22.624.168	\$ 23.302.893	\$ 24.001.980

Anexo 3. Proyección gastos diversos

Año	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
DIVERSOS	\$ 154.414.636	\$ 155.440.553	\$ 160.103.770	\$ 164.906.883	\$ 169.854.089	\$ 174.949.712	\$ 180.198.203	\$ 185.604.149	\$ 191.172.274
Comisiones	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Libros, suscripciones, periódicos	\$ 2.720.900	\$ 2.802.526	\$ 2.886.602	\$ 2.973.200	\$ 3.062.396	\$ 3.154.268	\$ 3.248.896	\$ 3.346.363	\$ 3.446.754
Aseo y cafetería	\$ 4.384.531	\$ 4.516.067	\$ 4.651.549	\$ 4.791.095	\$ 4.934.828	\$ 5.082.873	\$ 5.235.359	\$ 5.392.420	\$ 5.554.192
Útiles, papelería y fotocopias	\$ 11.980.633	\$ 11.621.214	\$ 11.969.850	\$ 12.328.946	\$ 12.698.814	\$ 13.079.779	\$ 13.472.172	\$ 13.876.337	\$ 14.292.627
Combustibles camioneta	\$ 82.291.241	\$ 84.759.979	\$ 87.302.778	\$ 89.921.861	\$ 92.619.517	\$ 95.398.103	\$ 98.260.046	\$ 101.207.847	\$ 104.244.082
Envases-empaques-pegantes	\$ 11.094.838	\$ 10.761.993	\$ 11.084.852	\$ 11.417.398	\$ 11.759.920	\$ 12.112.717	\$ 12.476.099	\$ 12.850.382	\$ 13.235.893
Taxis - buses	\$ 7.885.033	\$ 7.648.482	\$ 7.877.936	\$ 8.114.275	\$ 8.357.703	\$ 8.608.434	\$ 8.866.687	\$ 9.132.688	\$ 9.406.668
Estampilla	\$ 2.031.633	\$ 2.092.582	\$ 2.155.359	\$ 2.220.020	\$ 2.286.621	\$ 2.355.219	\$ 2.425.876	\$ 2.498.652	\$ 2.573.612
Casino y restaurante	\$ 21.861.146	\$ 20.768.089	\$ 21.391.132	\$ 22.032.866	\$ 22.693.852	\$ 23.374.667	\$ 24.075.907	\$ 24.798.184	\$ 25.542.130
Parqueadero	\$ 6.497.396	\$ 6.692.318	\$ 6.893.087	\$ 7.099.880	\$ 7.312.876	\$ 7.532.263	\$ 7.758.230	\$ 7.990.977	\$ 8.230.707
Pólvora y similares	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Herramientas	\$ 690.260	\$ 710.967	\$ 732.296	\$ 754.265	\$ 776.893	\$ 800.200	\$ 824.206	\$ 848.932	\$ 874.400
Otros	\$ 2.977.026	\$ 3.066.337	\$ 3.158.327	\$ 3.253.077	\$ 3.350.669	\$ 3.451.189	\$ 3.554.725	\$ 3.661.366	\$ 3.771.207

Anexo 4. Proyección gastos servicios

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
SERVICIOS	\$ 201.694.106	\$ 198.540.823	\$ 212.088.514	\$ 228.750.164	\$ 247.395.228	\$ 268.266.831	\$ 291.636.422	\$ 317.806.930	\$ 347.116.246	\$ 379.941.086	\$ 416.701.262
Aseo y vigilancia	\$ 11.014.698	\$ 11.345.139	\$ 11.685.493	\$ 12.036.058	\$ 12.397.140	\$ 12.769.054	\$ 13.152.125	\$ 13.546.689	\$ 13.953.090	\$ 14.371.683	\$ 14.802.833
Aseo y vigilancia	\$ 11.014.698	\$ 11.345.139	\$ 11.685.493	\$ 12.036.058	\$ 12.397.140	\$ 12.769.054	\$ 13.152.125	\$ 13.546.689	\$ 13.953.090	\$ 14.371.683	\$ 14.802.833
Servicios técnicos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Servicios técnicos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Acueducto y alcantarillado	\$ 3.938.423	\$ 4.056.576	\$ 4.178.273	\$ 4.303.621	\$ 4.432.730	\$ 4.565.712	\$ 4.702.683	\$ 4.843.764	\$ 4.989.076	\$ 5.138.749	\$ 5.292.911
Acueducto y alcantarillado	\$ 3.938.423	\$ 4.056.576	\$ 4.178.273	\$ 4.303.621	\$ 4.432.730	\$ 4.565.712	\$ 4.702.683	\$ 4.843.764	\$ 4.989.076	\$ 5.138.749	\$ 5.292.911
Energía	\$ 13.410.326	\$ 13.812.636	\$ 14.227.015	\$ 14.653.825	\$ 15.093.440	\$ 15.546.243	\$ 16.012.631	\$ 16.493.009	\$ 16.987.800	\$ 17.497.434	\$ 18.022.357
Energía	\$ 11.627.484	\$ 11.976.309	\$ 12.335.598	\$ 12.705.666	\$ 13.086.836	\$ 13.479.441	\$ 13.883.824	\$ 14.300.339	\$ 14.729.349	\$ 15.171.229	\$ 15.626.366
Energía-contribución	\$ 1.782.842	\$ 1.836.327	\$ 1.891.417	\$ 1.948.160	\$ 2.006.604	\$ 2.066.803	\$ 2.128.807	\$ 2.192.671	\$ 2.258.451	\$ 2.326.204	\$ 2.395.991
Comunicaciones	\$ 29.191.795	\$ 25.150.640	\$ 25.905.159	\$ 26.682.314	\$ 27.482.783	\$ 28.307.267	\$ 29.156.485	\$ 30.031.179	\$ 30.932.115	\$ 31.860.078	\$ 32.815.881
Teléfono	\$ 5.400.353	\$ 5.292.346	\$ 5.451.117	\$ 5.614.650	\$ 5.783.090	\$ 5.956.582	\$ 6.135.280	\$ 6.319.338	\$ 6.508.918	\$ 6.704.186	\$ 6.905.312
Internet	\$ 10.148.561	\$ 9.641.133	\$ 9.930.367	\$ 10.228.278	\$ 10.535.126	\$ 10.851.180	\$ 11.176.715	\$ 11.512.017	\$ 11.857.377	\$ 12.213.099	\$ 12.579.492
Teléfono celular	\$ 13.289.362	\$ 9.967.022	\$ 10.266.032	\$ 10.574.013	\$ 10.891.234	\$ 11.217.971	\$ 11.554.510	\$ 11.901.145	\$ 12.258.179	\$ 12.625.925	\$ 13.004.703
Teléfono celular IVA mayor costo	\$ 20.000	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Teléfono celular I. Alconsumo	\$ 333.519	\$ 250.139	\$ 257.643	\$ 265.373	\$ 273.334	\$ 281.534	\$ 289.980	\$ 298.679	\$ 307.640	\$ 316.869	\$ 326.375
TRANSPORTE, FLETES Y ACARREOS	\$ 132.501.195	\$ 130.511.128	\$ 132.361.619	\$ 136.332.468	\$ 140.422.442	\$ 144.635.115	\$ 148.974.168	\$ 153.443.394	\$ 158.046.695	\$ 162.788.096	\$ 167.671.739
Fletes en ventas	\$ 45.885.403	\$ 41.296.863	\$ 40.470.925	\$ 41.685.053	\$ 42.935.605	\$ 44.223.673	\$ 45.550.383	\$ 46.916.895	\$ 48.324.401	\$ 49.774.134	\$ 51.267.358
Fletes y acarreos en compras	\$ 86.615.792	\$ 89.214.266	\$ 91.890.694	\$ 94.647.415	\$ 97.486.837	\$ 100.411.442	\$ 103.423.785	\$ 106.526.499	\$ 109.722.294	\$ 113.013.963	\$ 116.404.382
GAS	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Gas natural	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
PROPAGANDA Y PUBLICIDAD	\$ 5.952.301	\$ 7.808.775	\$ 17.023.131	\$ 27.832.818	\$ 40.450.363	\$ 55.113.619	\$ 72.088.614	\$ 91.672.687	\$ 114.197.976	\$ 140.035.268	\$ 169.598.270
Propaganda y publicidad	\$ 5.952.301	\$ 7.808.775	\$ 17.023.131	\$ 27.832.818	\$ 40.450.363	\$ 55.113.619	\$ 72.088.614	\$ 91.672.687	\$ 114.197.976	\$ 140.035.268	\$ 169.598.270
OTROS SERVICIOS	\$ 5.685.368	\$ 5.855.929	\$ 6.031.607	\$ 6.212.555	\$ 6.398.932	\$ 6.590.900	\$ 6.788.627	\$ 6.992.286	\$ 7.202.054	\$ 7.418.116	\$ 7.640.659
Otros servicios	\$ 988.151	\$ 1.017.796	\$ 1.048.329	\$ 1.079.779	\$ 1.112.173	\$ 1.145.538	\$ 1.179.904	\$ 1.215.301	\$ 1.251.760	\$ 1.289.313	\$ 1.327.992
Descargue mercancía	\$ 4.059.817	\$ 4.181.612	\$ 4.307.060	\$ 4.436.272	\$ 4.569.360	\$ 4.706.441	\$ 4.847.634	\$ 4.993.063	\$ 5.142.855	\$ 5.297.140	\$ 5.456.055
Administración PH	\$ 635.400	\$ 654.462	\$ 674.096	\$ 694.319	\$ 715.148	\$ 736.603	\$ 758.701	\$ 781.462	\$ 804.906	\$ 829.053	\$ 853.924
Otros servicios	\$ 2.000	\$ 2.060	\$ 2.122	\$ 2.185	\$ 2.251	\$ 2.319	\$ 2.388	\$ 2.460	\$ 2.534	\$ 2.610	\$ 2.688
		0,05%	0,10%	0,15%	0,20%	0,25%	0,30%	0,35%	0,40%	0,45%	0,50%

Anexo 5. Resultados valoración FCLD y EVA

+ VP FCL @ WACC	\$	4.342.151.134
+ VP VC	\$	3.206.268.652
= Valor operaciones	\$	7.548.419.786
+ Activos no operativos	\$	424.987.412
- Pasivos	\$	2.090.172.594
= Valor patrimonio	\$	5.883.234.604
Número de acciones		950.000
Valor acción	\$	6.193

VP(EVA)	\$	2.727.823.653
VP(EVA continuidad)	\$	1.958.464.302

= MVA	\$	4.686.287.955
+ Inversión inicial	\$	2.866.659.203
= Valor operaciones	\$	7.552.947.158
+ Inversiones temporales	\$	424.987.412
= Valor de la empresa	\$	7.977.934.571
- Deuda	\$	2.090.172.594
= Patrimonio	\$	5.887.761.976
	Acciones	950.000
	Valor acción	\$ 6.197,64

Anexo 6. P y G proyectado

P y G	2018	2019 p	2020 p	2021 p	2022 p	2023 p	2024 p	2025 p	2026 p	2027 p	2028 p
Ventas totales	14.328.028.376	15.617.550.930	17.023.130.514	18.555.212.260	20.225.181.364	22.045.447.686	24.029.537.978	26.192.196.396	28.549.494.072	31.118.948.538	33.919.653.907
Costo de ventas	11.879.213.146	12.806.391.763	13.958.967.021	15.215.274.053	16.584.648.718	18.077.267.103	19.704.221.142	21.477.601.045	23.410.585.139	25.517.537.801	27.814.116.204
Utilidad bruta en ventas	2.448.815.230	2.811.159.167	3.064.163.493	3.339.938.207	3.640.532.645	3.968.180.584	4.325.316.836	4.714.595.351	5.138.908.933	5.601.410.737	6.105.537.703
Gastos operacionales de administración	49.246.000	52.200.760	54.810.798	57.551.338	60.428.905	63.450.350	66.622.868	69.954.011	73.451.711	77.124.297	80.980.512
Gastos op. De ventas	1.823.924.962	1.938.428.036	2.045.764.697	2.196.771.033	2.352.967.526	2.515.917.553	2.686.144.081	2.966.716.818	3.158.256.711	3.408.940.900	3.669.508.162
Utilidad operacional	575.644.268	820.530.372	963.587.998	1.085.615.836	1.227.136.214	1.388.812.681	1.572.549.888	1.677.924.523	1.907.200.511	2.115.345.540	2.355.049.029
Ingresos no operacionales	249.270.897	326.611.365	386.614.706	404.618.147	403.521.691	423.370.342	444.211.352	466.094.338	489.071.395	513.197.226	538.529.265
Gastos no operacionales	269.156.018	297.430.613	317.675.240	335.804.667	365.414.530	385.412.634	397.049.043	626.389.249	644.861.370	669.081.637	697.112.602
Utilidad antes de impuestos	555.759.147	849.711.123	1.032.527.464	1.154.429.316	1.265.243.375	1.426.770.389	1.619.712.196	1.517.629.612	1.751.410.536	1.959.461.128	2.196.465.693
Impuesto de renta	184.374.000	292.670.695	354.104.030	395.534.938	433.415.171	488.148.723	553.377.824	521.389.123	600.388.250	671.062.994	751.474.175
Utilidad neta del ejercicio	371.385.147	557.040.428	678.423.434	758.894.378	831.828.204	938.621.666	1.066.334.372	996.240.489	1.151.022.287	1.288.398.134	1.444.991.518

ADVERTENCIA

Los Reportes Burkenroad de la Universidad EAFIT, de Medellín, Colombia, son análisis financieros de empresas cuyas acciones se cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia. Los informes son elaborados por alumnos de posgrado de la Escuela de Economía y Finanzas, bajo la supervisión de profesores de las áreas de Finanzas, Economía y Contabilidad de las Escuelas de Economía y Finanzas y de Administración de la mencionada universidad.

El Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), el Instituto de Estudios Superiores de Administración de Venezuela (IESA), la Universidad de los Andes, de Bogotá, Colombia, la Universidad ICESI, de Cali, Colombia, la Escuela de Postgrado de Administración de Empresas de Ecuador (ESPAE), de Guayaquil, Ecuador, y la Universidad Francisco Marroquín, de Guatemala, junto con la A. B. Freeman School of Business de Tulane University, de New Orleans, Louisiana, Estados Unidos, realizan también el Proyecto Burkenroad en Latinoamérica.

Este proyecto recibe el apoyo del Fondo de Inversiones Multilaterales del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Este programa enriquece el capital humano al brindar entrenamiento en técnicas de análisis financiero. A su vez, pretende facilitar el acceso de empresas a fuentes de financiamiento mediante el suministro de información financiera a inversionistas e instituciones del sector.

Los reportes preparados en el marco de este programa evalúan las condiciones financieras y las oportunidades de inversión en empresas. Los reportes financieros de empresas cuyas acciones se cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia se distribuyen a inversionistas nacionales y extranjeros a través de su publicación en nuestra página web y en la red Burkenroad Latinoamérica. También se distribuyen solo a empresas beneficiarias para su uso en futuras presentaciones privadas a instituciones financieras o inversionistas potenciales. Los planes de inversión y la situación financiera de las empresas analizadas se les presentan a la comunidad académica y a la financiera interesada en un encuentro semestral.

Para información adicional sobre el Proyecto Burkenroad de la Universidad EAFIT (Colombia), por favor visite una de las dos páginas web siguientes:

<http://www.eafit.edu.co/Burkenroad>

<http://www.latinburkenroad.com/>

Sandra C. Gaitán Riaño

sgaitanr@eafit.edu.co

Directora de Investigación

Reportes Burkenroad Colombia

Departamento de Finanzas

Universidad EAFIT

Medellín, Colombia, Suramérica

Teléfono (57) (4) 2619500, extensión 9585