

Valoración por Flujo de Caja Libre y EVA de la empresa Empaques del Cauca S. A.

Oscar Jair Rivera Gordillo

Edit Yohana Díaz Muñoz

Maestría en Administración Financiera

Escuela de Administración

Universidad EAFIT

Popayán

2018

Valoración por Flujo de Caja Libre y EVA de la empresa Empaques del Cauca S. A.

Oscar Jair Rivera Gordillo

Edit Yohana Díaz Muñoz

Asesor:

MSc. Armando Lenin Támara Ayús

Maestría en Administración Financiera

Escuela de Administración

Universidad EAFIT

Popayán

2018

Contenido

1. Introducción.....	9
2. Situación en estudio.....	10
3. Objetivos.....	11
3.1 Objetivo general	11
3.2 Objetivos específicos	11
4. Contexto sector manufacturero.....	12
4.1 Sector figuero	12
5. Descripción de la compañía.....	15
6. Diagnóstico financiero empresarial	16
6.1 Análisis razón de liquidez	17
6.2 Análisis razón de administración de activos	18
6.3 Análisis de rentabilidad.....	20
6.4 Ciclo de conversión de efectivo	21
6.5 Estructura financiera	21
6.6 EBITDA y margen EBITDA	22
6.7 Productividad del capital de trabajo.....	23
6.8 Valor económico agregado EVA	24
7. Análisis del sector y principal competidor	25
8. Presentación y análisis de resultados.....	26
9. Criterios de proyección.....	27
9.1 Escenario macroeconómico	27
9.2 Proyección balance general.....	28
9.3 Proyección estado de resultados.....	29
9.4 Costo de capital	29
10. Variables generadoras de valor.....	32
11. Valoración por Flujo de Caja Libre	32
12. Valoración por EVA.....	35
13. Análisis de sensibilidad ante cambios en g y WACC	36
14. Estrategias de generación de valor	37
15. Conclusiones.....	39

16. Referencias.....	40
17. Anexos.....	42

Lista de figuras

Figura 1. Producción de fique por departamento.....	13
Figura 2. Evolución y crecimiento de ingreso	17
Figura 3. Evolución y crecimiento de razón de liquidez.....	18
Figura 4. Rotación de inventarios 2012-2016 (en veces).	19
Figura 5. Evolución del periodo promedio de cobro.....	19
Figura 6. Evolución de la rotación del activo fijo.	20
Figura 7. Evolución y crecimiento márgenes de rentabilidad.....	20
Figura 8. Ciclo de conversión de efectivo año 2016.....	21
Figura 9. Estructura financiera periodo histórico.....	22
Figura 10. Comportamiento EBITDA.....	23
Figura 11. Comportamiento productividad del capital de trabajo neto operativo.....	24
Figura 12. EVA.	25
Figura 13. Comportamiento del EVA.	25
Figura 14. Estructura financiera periodo proyectado.....	30
Figura 15. Valoración por FCL.....	37
Figura 16. ROIC vs. WACC.....	38

Lista de tablas

Tabla 1. Indicadores financieros principal competidor	26
Tabla 2. Costo de capital	31
Tabla 3. Variables generadoras de valor	32
Tabla 4. Valor de la empresa por el método de flujo de caja libre descontado	34
Tabla 5. Valor de la empresa por el método EVA.....	36
Tabla 6. Análisis de sensibilidad	36

Resumen

Empaques del Cauca S. A. es, actualmente, una de las compañías más productivas del departamento del Cauca, por lo cual, el objetivo de este trabajo es valorarla financieramente a través de la metodología de flujo de caja descontado y valoración por EVA, con el fin de determinar cuál es el valor operativo y el valor total de la compañía; así como realizar un análisis financiero que permitirá a los directivos y socios conocer los inductores de valor que se deben gestionar con el fin de que la compañía genere valor año tras año.

Como resultado de la valoración realizada por el método de flujo de caja descontado se determinó que el valor operativo de la empresa Empaques del Cauca S. A., para el año 2017, es de \$11.506.807 (miles de pesos), y el valor por acción es de \$4.920. Por el método de valoración por EVA se observa que el capital invertido presenta un comportamiento estable durante el periodo de análisis y proyección; así mismo, el retorno que deja la operación es superior al costo promedio ponderado de capital durante los diez años proyectados.

Palabras clave

Flujo de caja descontado, valor agregado, sector textil.

Abstract

Empaques del Cauca S. A. Currently, it is one of the most productive companies in the department of Cauca. Therefore, the objective of this work is to evaluate it financially through the methodology of discounted cash flow and valuation by EVA, in order to determine what is the operating value and the total value of the company, as well as carrying out a financial analysis that will allow the managers and partners of Empaques de Cauca S. A. to know the value drivers that must be managed in order for the company to generate value year after year.

As a result of the valuation performed by the discounted cash flow method, it was determined that the operating value of the company Empaques del Cauca for the year 2017 is \$ 11,506,807 (thousand pesos) and the value per share is \$ 4,920; by the valuation method by EVA it is observed that the invested capital presents a stable behavior during the period of analysis and projection, likewise the return that the operation leaves is higher than the weighted average cost of capital during the projected 10 years.

Key words

Discounted cash flow, Value added, textile sector

1. Introducción

La historia de la empresa Empaques del Cauca S. A. inicia en 1967. Actualmente, es una de las empresas más importantes del departamento del Cauca, por lo cual es de vital importancia analizar la situación financiera y el desempeño de los últimos cinco años, con el fin de estimar la generación de valor para un periodo proyectado de diez años. Tal y como lo plantea Parra (2013), la valoración de una empresa es un proceso mediante el cual se asignan cifras a eventos o hechos económicos de acuerdo con unas reglas y unos propósitos particulares para dar a conocer al inversionista la recuperación de su capital en el presente, considerando unas variables que permitan determinar su valor en el tiempo.

Por lo tanto, es necesario resaltar que una empresa tiene distinto valor para diferentes compradores y para el vendedor. El valor no se debe confundir con el precio, que es la cantidad por la cual el vendedor y el comprador pactan realizar una transacción de compraventa de una compañía. La clave está en analizar los supuestos implícitos y explícitos en los que se basan ambas valoraciones y discutir cuáles son los más razonables.

A pesar de la existencia de diferentes métodos de valoración, el método más apropiado para valorar una empresa es el de descuentos de flujos de caja libre descontados y el Economic Value Added (EVA), ya que el valor de las acciones de una empresa, suponiendo su continuidad, proviene de la capacidad para generar dinero para los propietarios de dichas acciones.

El valor de una empresa se puede determinar como el valor actual de una serie de flujos futuros descontados a una tasa que mide el riesgo asociado a dichos flujos. Por lo tanto los flujos de caja descontados son los disponibles (teóricamente) tanto para los accionistas como para los proveedores de deuda (Flujos de Caja Libres). La valoración por EVA nos permite tener en cuenta los activos operacionales netos de la empresa, y la utilidad operacional después de impuestos, lo cual ayuda a determinar cuál parte del valor está dado por la operación y cuál por el aumento o disminución en inversión neta.

De esta manera, se desea estimar si el actual manejo de la operación financiera de la compañía genera o destruye valor. Lo anterior, a partir de una propuesta sobre la estructura de endeudamiento de la empresa Empaques del Cauca, un análisis de los estados financieros de la compañía en el periodo comprendido entre 2012 a 2016, un diagnóstico de la empresa mediante diferentes indicadores o inductores de valor, así como el desarrollo de la valoración por medio de flujos de caja libre descontados y el EVA, que nos ayudarán a revisar la capacidad financiera para el desarrollo de nuevos proyectos de inversión; además serán útiles para analizar si una estructura financiera dinámica permite mejorar el valor corporativo.

2. Situación en estudio

Como consecuencia de la apertura económica y el desarrollo económico mundial es muy importante, para una compañía que quiera vender sus acciones, determinar, con un alto grado de exactitud, el valor que representa y que este no sea subestimado o sobreestimado; además, que sirva como referencia para fijar el precio de la transacción.

El concepto de valor, tal y como lo menciona Betancur (2010), “es catalogado, en algunos casos, como de carácter subjetivo” (p. 53), porque depende de la posición que se tenga al momento de la negociación; es decir, son distintos los intereses del vendedor y del comprador, sin embargo, al llegar a un acuerdo se define el precio por el cual se realizará la transacción, por lo que se concluye:

Que el valor es una cualidad (cualidad que es subjetiva), es algo intangible. En el precio desaparece la subjetividad de dos personas que pueden tener distintas opiniones sobre el valor de un bien, puesto que la apreciación de las cualidades del mismo dependerá de cuestiones personales como gustos, preferencias, necesidades, entre otras. Sin embargo, en el supuesto de que lleven a cabo el intercambio de un bien en el mercado, ambos deberán aceptar un precio idéntico, puesto que en el caso contrario no sería posible realizar la transacción. O sea que el precio es una explicación que da el propio mercado (Betancur, 2010, p. 55).

De acuerdo con lo anterior, el valor puede ser concebido como una herramienta para la fijación del precio de los bienes.

2.1 Usos de la valoración

La valoración de empresas puede ser utilizada para diversos fines como:

Decisiones estratégicas: entre las diferentes estrategias que surgen en una organización se encuentran: la adquisición, la fusión, la escisión, las alianzas estratégicas y la misma liquidación de sociedades, entre otras.

Evaluación de proyectos: en el momento en que las organizaciones quieren asumir una oportunidad, necesitan tener conceptos muy claros acerca de la situación de cada alternativa; por tal motivo, es importante construir los flujos de caja de cada una. Para ello, el proceso de valoración suministra la información pertinente, flujos de caja para el proyecto.

Aplicación de sistemas de compensación a los empleados de la empresa: últimamente se ha convertido en una herramienta para determinar el paquete salarial de los empleados. El salario puede estar compuesto por una parte fija y otra variable, que depende o está sujeta a la creación de valor o valor agregado. Este concepto se ha llevado a las diferentes áreas de la empresa, buscando un mejoramiento continuo en las áreas de producción como en la calidad de vida de los empleados, en la satisfacción de las necesidades de los clientes y, por supuesto, en el incremento del valor del patrimonio de los socios.

3. Objetivos

3.1 Objetivo general

Valorar financieramente la organización Empaques del Cauca a través de la metodología de flujo de caja descontado y valoración por EVA.

3.2 Objetivos específicos

- Análisis de la situación financiera actual de la empresa.
- Análisis del sector y principales competidores.
- Determinar el impacto de los indicadores financieros de la empresa.
- Estimar el valor actual de la empresa.

- Desarrollar estrategias que permitan la generación de valor.

4. Contexto sector manufacturero

Para el año 2016, la industria manufacturera experimentó un crecimiento del 3,0 %, comparado con el año anterior; esto se debe al incremento en la fabricación de productos de la refinación del petróleo, 23,2 %, la elaboración de bebidas, 8,4 %, y la fabricación de productos de molinería, 4,8 %; lo cual significó el 11,2 % de participación en el PIB nacional. Por su parte, el sector textil-confecciones tuvo una participación del 8,8 % en el PIB de la industria manufacturera (la actividad de preparación e hilaturas y tejedura de productos textiles y fabricación de tejidos y prendas de vestir presentaron una variación negativa del 2,5 % y 3,9 % respectivamente, contrario a esta situación la actividad de fabricación de otros productos textiles evidenció un aumento del 1,1%) (Superintendencia de Sociedades, 2017).

4.1 Sector figuero

El fique se clasifica como fibra natural, originario de la América tropical, localizado en países como Colombia, Venezuela, Ecuador y México. Gracias a sus condiciones climáticas, que son relativamente estables, es Colombia el país con la mayor producción, con cerca de 30.000 toneladas para el año 2012, las cuales son distribuidas a tres de las empresas de empaques a base de fique que existen en el país, Industrias Coohilados, en Santander, Empaques de Medellín y Empaques del Cauca.

Mientras que en Colombia se exportan 24.000 mil toneladas de fique al año en productos terminados (“Fibras del futuro”, 2010), en países como Venezuela, Ecuador y Costa Rica solo se presenta una producción estimada de 1.000 t/año. Por lo tanto, se estima que en estos países se produce fibra únicamente para consumo interno, por tal motivo el sector es considerado como poco atractivo.

La producción de fique para el año 2010 representó el 3,36 % del total de la producción agrícola departamental, dado que se produjeron 10.349 toneladas de fique en el año, frente a la producción agrícola total en toneladas del departamento que ascendió a 308.179 toneladas.

Según información del Dane (“Informes de Coyuntura Económica Regional – ICER”, 2011) para el año 2011 la producción de fique sufrió un descenso del 24,9 %, y representó el 2,76 % de la producción agrícola departamental.

El departamento del Cauca es el mayor productor de fique a nivel nacional, con una producción de 10.349 toneladas para el año 2010, frente a una producción nacional de 23.959 toneladas, lo que representa el 43,19 % del total de la producción de fique en Colombia, como se observa en la figura 1.

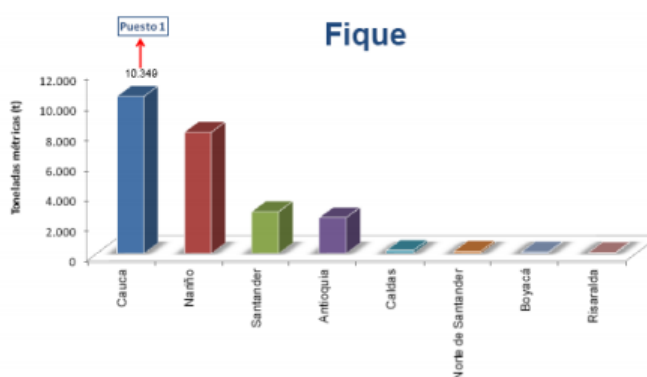


Figura 1. Producción de fique por departamento. Fuente: Confique (2018).

La demanda nacional de fique está compuesta así: de las 30.000 toneladas de demanda nacional 15.000 son utilizadas para sacos de papa, panela y otros productos, 8.000 son demandadas por la Compañía de Empaques de Medellín, 5.000 por Empaques del Cauca y las restantes 2.000 por Coohilados del Fonce.

El café colombiano se comercializa en costales de cabuya y estos están incluidos como parte de su imagen, lo cual es muy positivo para las empresas productoras de empaques a base de fique. Algunos de los usos potenciales del fique son: por ser biodegradable, biomanto o manto natural para proteger los sembrados, y como agrotexil para reducir los daños por erosión en carreteras, vías, oleoductos y gasoductos. Adicionalmente, los desperdicios en el proceso de extracción se aprovechan como fertilizante, el bagazo se puede aprovechar como medio de cultivo para champiñones y musgo ecológico, del jugo extraído se puede obtener

el etanol (alcohol etílico), que tiene múltiples aplicaciones en diferentes campos como: cosmético, farmacéutico e industrial.

Es importante conocer las características generales del fique, debido a que existen diferentes estudios técnico-científicos que muestran los excelentes desdoblamientos que tiene este cultivo; es decir, ya no es un producto que simplemente se utiliza para producir costales o cordeles, por el contrario, el fique posee un importante eje agroindustrial que es desconocido por los campesinos. Como lo mencionan Parra y Sánchez (2012), el cultivo y producción de fique había estado totalmente opacado por la bonanza de los empaques de polietileno y polipropileno, sin darse cuenta que sus desechos tienen un valor industrial y comercial que reflejan beneficios económicos. De acuerdo con lo expuesto en los párrafos anteriores, se evidencia la gran oportunidad para la compañía Empaques del Cauca, debido a que su principal materia prima ha adquirido una gran importancia para la conservación del medio ambiente. En la actualidad, solo se utiliza el 5 % de la hoja de fique, de la cual se extrae la fibra que alimenta la cadena productiva. El restante 96 % (jugos y bagazo) es desechado por los cultivadores.

Cerca de 12.000 familias campesinas e indígenas de la región se ocupan de la siembra, cultivo y beneficio de la penca del fique. Estas familias realizan el desfibrado y entregan la fibra a los centros de acopio de los municipios para su comercialización. Las tres grandes empresas transformadoras del país reciben los “atados” de aproximadamente 50 kilogramos de fibra. La mayoría es comprada por la empresa Empaques del Cauca, que se ocupa de transformar la fibra en sacos, cordeles y biomantos.

A diferencia de la disminución de la demanda de fique de hace unos años, debido a la entrada de productos derivados del petróleo, como el polipropileno, la tendencia actual es de crecimiento pues, en el contexto global, las fibras naturales recuperan espacio en el mercado mundial como insumos ventajosos en sostenibilidad y protección del ambiente, lo cual se está logrando a través de la certificación de los productos de fique en el Programa de Mercados Verdes que impulsa el Ministerio de Ambiente, Vivienda y Desarrollo Territorial (cccauca, 2013); y ante este nuevo panorama mundial se ha incrementado el índice de

consumidores de fibras naturales, reemplazando las fibras sintéticas, un elemento importante referente a los bajos costos de estos productos.

Un nuevo renglón de generación de empleo, tanto directo como indirecto, con desarrollo agroindustrial y comercial, se abre paso para el sector rural con el resurgimiento del fique, pues se fabricarán las bolsas que reemplazarán los empaques de polietileno y polipropileno; entre muchos otros usos agroindustriales y de valor agregado, como abonos orgánicos, útiles de aseo, implementos de tocador y licores, entre otros.

Para afianzar tal objetivo, el Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural, a cargo del doctor Aurelio Iragorry Valencia, creó la cadena productiva del fique, que se encuentra liderada en los actuales momentos por la doctora Jennifer Castillo, que ha desarrollado encomiable labor, muy consciente y concordante con la importancia del cultivo del fique a nivel nacional y de su proceso de fomento, agroindustrialización, industrialización y comercialización (Ortiz, 2017).

5. Descripción de la compañía

Empaques del Cauca fue creada por iniciativa del Instituto de Fomento Industrial, Inversiones Bavaria S. A. y algunas familias prestigiosas de Popayán en el año 1965. Empezó su etapa productiva en 1967 con maquinaria proveniente de Irlanda del Norte. Años más tarde, al ver su importante crecimiento, se adhirieron significativos accionistas a la empresa, como la Federación Nacional de Cafeteros y la Corporación Financiera del Valle, entre otros. La materia prima era proveniente de los departamentos del Cauca y Nariño, principales productores de fique en el país, ayudando así a más de 16.000 familias indígenas y campesinas cuyo sustento se ha dado gracias al cultivo y a la comercialización de esta planta.

La empresa ha surtido de empaques de fique al sector agrícola, especialmente para el almacenamiento de café, arroz, azúcar, sal, trigo y sorgo. Por lo tanto, su producción de empaques dependía a la vez de la producción de estos cultivos, lo que generalmente le representaba problemas a la empresa debido a las variaciones en las cosechas. Con el tiempo, los subsectores del café y del arroz se convirtieron en los principales clientes y sirvieron de

gran apoyo para el crecimiento de la compañía, pues no solamente compraban empaques, sino que también, como en el caso de los cafeteros, se convirtieron en uno de los principales accionistas. Con la aparición de nuevos productos, como los empaques de polipropileno, el único y principal cliente para la empresa es el subsector del café.

La empresa ha mantenido alrededor de 300 empleados directos y, debido a la crisis de los noventa, algunos de ellos ahora son socios, con el 37 % de las acciones. El resto pertenecen a la Industria Licorera del Cauca, la Gobernación del Cauca, la Federación Nacional de Cafeteros, Cedelca y algunas familias prestigiosas de Popayán.

6. Diagnóstico financiero empresarial

Antes de definir las estrategias financieras para el crecimiento económico de una entidad es necesario realizar un análisis de la situación financiera actual, y evaluar su comportamiento a través de un periodo de tiempo definido con el objetivo de predecir una situación futura. Tal como lo expresa Besley (2014), el verdadero valor de los estados financieros radica en el hecho de que pueden utilizarse para predecir la situación financiera de la empresa en el futuro y determinar las utilidades y dividendos esperados.

Para realizar un adecuado análisis de la situación financiera inicial de la empresa se deben determinar algunas razones financieras, como razón de liquidez, razón de administración de activos, razón de administración de deuda, razones de rentabilidad, y razones de valor de mercado; adicionalmente, es necesario evaluar la estructura de la empresa en cuanto a su composición de activos y estructura de financiación, para definir las decisiones en los próximos años. Por lo anterior, es importante conocer los indicadores financieros de Empaques del Cauca y su comportamiento en el periodo comprendido entre el año 2012 al 2016.

En la figura 2 se observa el incremento significativo en los ingresos de la empresa a partir del año 2015, el cual se generó, principalmente, por el aumento en las ventas de empaque de fique, pasando de 8.000 unidades a 12.000 en el año 2016, así como el incremento en el precio del empaque. Para los próximos años se espera un aumento en las ventas, debido a

que las fibras naturales recuperan espacio en el mercado mundial como insumos ventajosos en sostenibilidad y protección del ambiente.

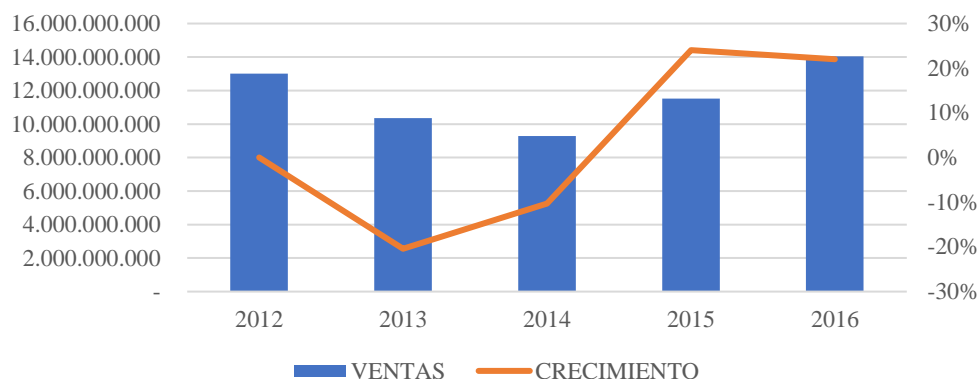


Figura 2. Evolución y crecimiento de ingreso. Fuente: elaboración propia.

6.1 Análisis razón de liquidez

La posición de liquidez de una empresa se relaciona con su capacidad para cumplir con sus obligaciones, las cuales comprenden proveedores y empleados.

Para el periodo de análisis, entre el año 2012 y 2016, se observa que la razón de liquidez mejora considerablemente a partir del 2015, debido a un cambio en las políticas de recuperación de cuentas por cobrar de la entidad. Inicialmente, el periodo de recuperación se ubicaba en noventa días, por lo cual el cumplimiento de las obligaciones a corto plazo fue difícil de sostener; sin embargo, cuando el periodo de recuperación se reduce a 30 días mejora la disposición de recursos para cubrir obligaciones de corto plazo.

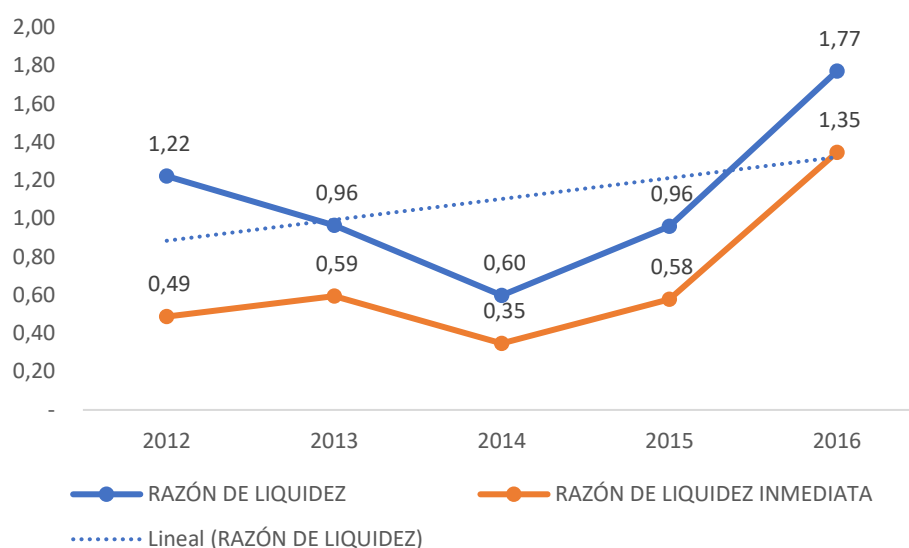


Figura 3. Evolución y crecimiento de razón de liquidez. Fuente: elaboración propia.

6.2 Análisis razón de administración de activos

La razón de administración de activos mide la eficacia con que la empresa administra sus activos; esta razón está diseñada, principalmente, para definir el nivel y monto adecuados de activos, como inventarios y cuentas por cobrar.

6.2.1 Rotación de inventario

La rotación de inventario es aquel indicador que permite determinar el número de veces en que el inventario es realizado en un periodo de tiempo determinado. Para el caso de Empaques del Cauca se observa que el indicador mejora sustancialmente a partir del año 2015, debido a un incremento en volumen de unidades vendidas y disminución en la cantidad de inventario mantenido.

La estrategia está enfocada en realizar fidelización de clientes y en establecer contratos de venta de empaques para café tipo exportación, los cuales son pactados al inicio de cada año. Con esto se asegura el nivel de producción y las ventas en fechas determinadas; por lo tanto, el inventario corresponde al volumen de producción requerido para cumplir con los pedidos de los proveedores.

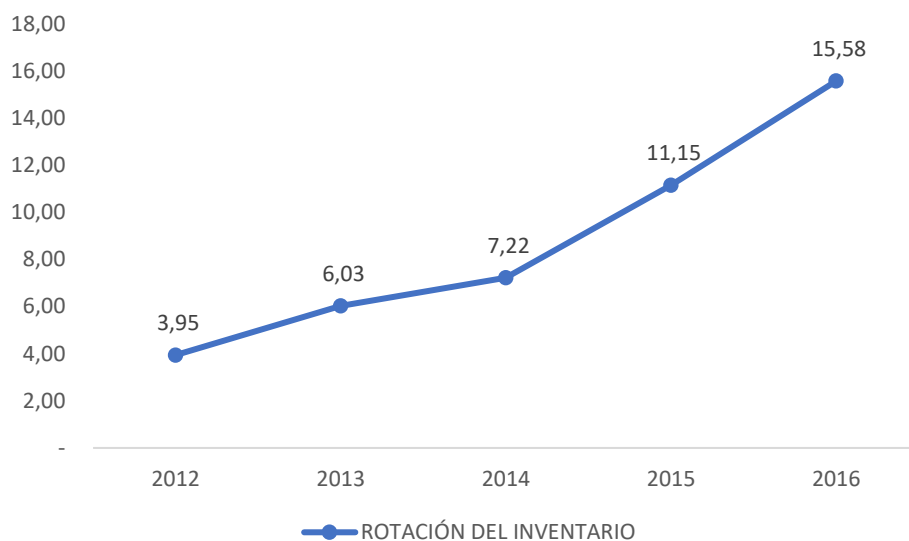


Figura 4. Rotación de inventarios 2012-2016 (en veces). Fuente: elaboración propia.

6.2.2 Periodo promedio de cobro

El periodo promedio de cobro expresa el número de días promedio que tardan los clientes en cancelar sus cuentas. A través de este índice se puede evaluar la política de créditos de la empresa y el comportamiento de su gestión de cobros. Como se observa en la siguiente figura el periodo promedio de cobro, para la empresa Empaques del Cauca, ha disminuido, pasando de 29 días en el año 2012 a 17 días en el año 2016; esta situación le permitió a la empresa mejorar la capacidad para generar efectivo, ya que se redujo el número de días necesarios para recibir el efectivo de una venta realizada a crédito.

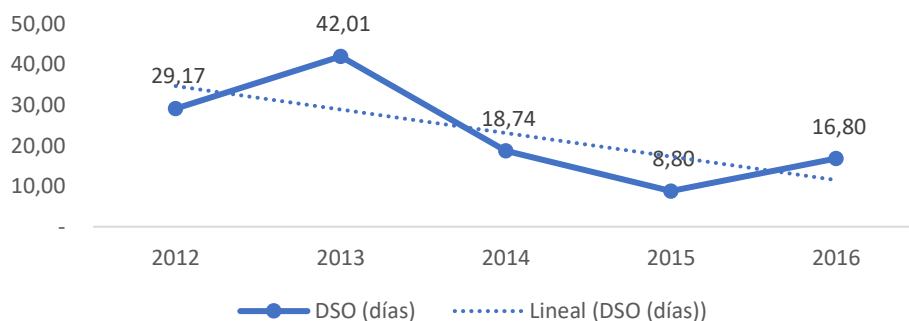


Figura 5. Evolución del periodo promedio de cobro. Fuente: elaboración propia.

6.2.3 Rotación del activo fijo

La rotación del activo fijo mide la eficacia con la que la empresa usa su maquinaria y equipo para generar ventas. El comportamiento de la rotación del activo fijo para Empaques del Cauca, entre el año 2012 y 2016, se muestra constante; es decir que la empresa utiliza de forma eficiente sus activos fijos para la generación de ingresos.

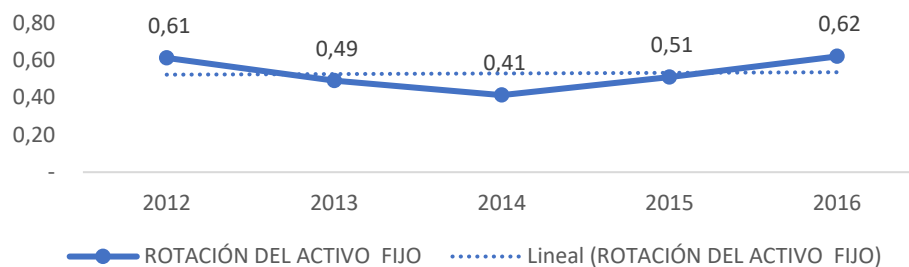


Figura 6. Evolución de la rotación del activo fijo. Fuente: elaboración propia.

6.3 Análisis de rentabilidad

La razón de rentabilidad es un conjunto de razones que muestran el efecto de la liquidez, la administración de activos y la administración de la deuda en los resultados de la operación de una empresa. Se observa que, a pesar de que se presentan en algunos años márgenes de rentabilidad negativos, en el año 2016 se da una mejoría de todos los márgenes producto de las decisiones de reducción de plazo en el cobro de ventas a crédito y disminución del volumen de inventarios, unido con el incremento en el volumen de ventas de unidades de empaques de fique, así como incremento en el precio del empaque.

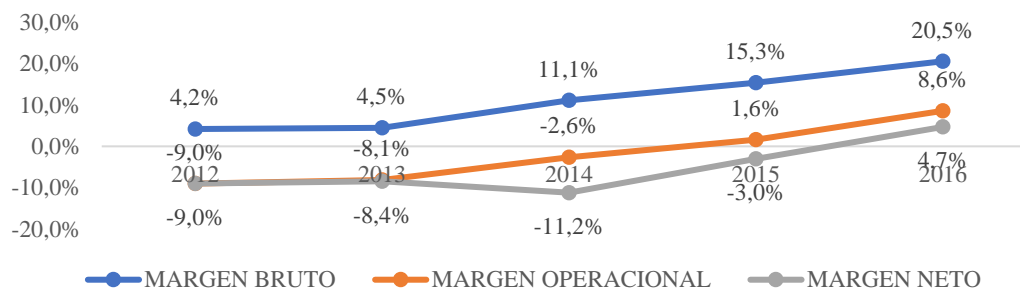


Figura 7. Evolución y crecimiento márgenes de rentabilidad. Fuente: elaboración propia.

6.4 Ciclo de conversión de efectivo

“El ciclo de conversión de efectivo permite conocer el promedio del tiempo en que una unidad monetaria se encuentra comprometida o invertida en el activo circulante” (Besley, 2014, p. 250). Es decir, es el tiempo que transcurre desde el pago de la materia prima para fabricar un empaque de fique hasta el cobro de las cuentas asociadas a la venta del mismo.

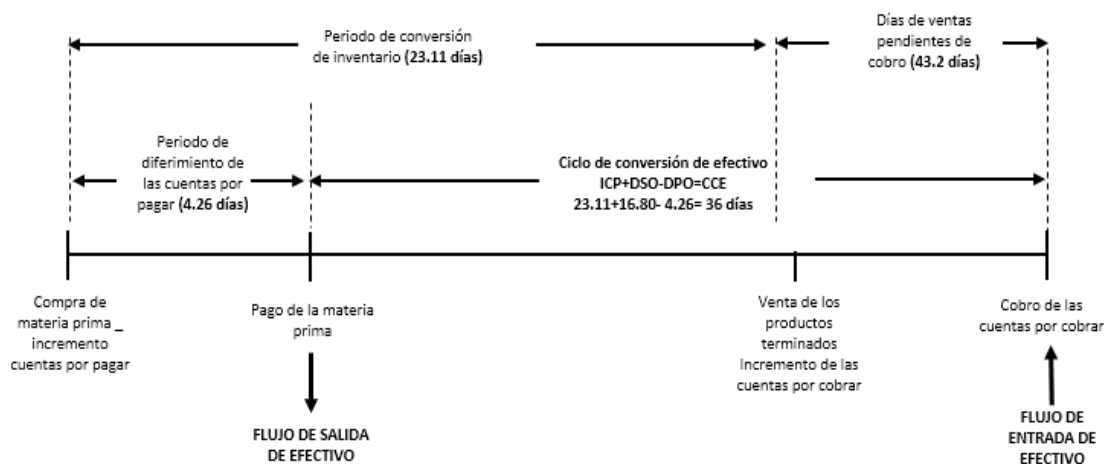


Figura 8. Ciclo de conversión de efectivo año 2016. Fuente: elaboración propia.

En la empresa Empaques del Cauca, para los años 2012 a 2016, existe una reducción y mejora en la cantidad de días que comprenden el ciclo de conversión de efectivo, pasando de 86 días en el año 2012 a 36 días en el año 2016; esto se debe a la reducción en el periodo de conversión de inventarios mediante el procesamiento y la venta del empaque de fique de una forma más rápida y eficiente, así como a la reducción en la política de cobro de las ventas a crédito. Estas estrategias permitieron mejorar la generación de flujo de efectivo para cumplir con las obligaciones de corto y largo plazo.

6.5 Estructura financiera

La estructura financiera es la composición del capital o recursos financieros que la empresa ha captado u originado. La composición de la estructura de capital en la empresa es relevante, ya que, para intentar conseguir el objetivo financiero establecido (maximizar el valor de la

empresa) se ha de disponer de la mezcla de recursos financieros que proporcionen el menor coste posible, con el menor nivel de riesgo, y que procuren el mayor apalancamiento financiero.

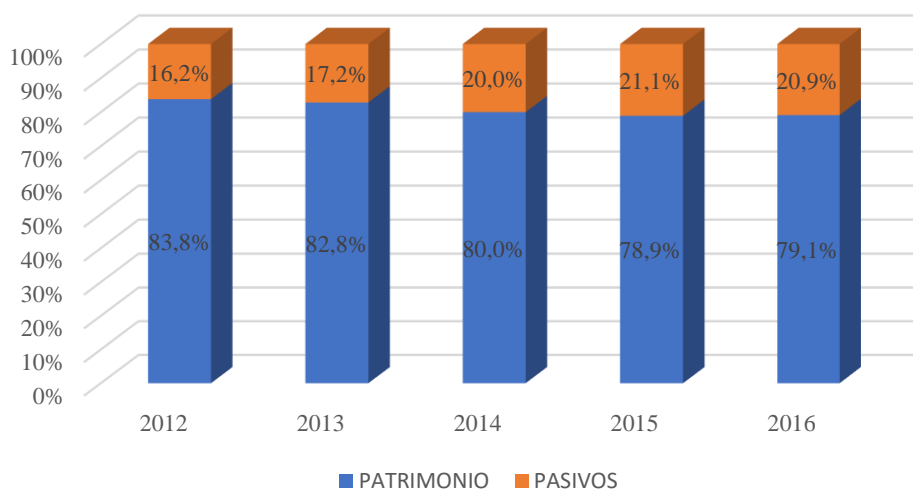


Figura 9. Estructura financiera periodo histórico. Fuente: elaboración propia.

De acuerdo con la figura 9 se observa que la empresa Empaques del Cauca financia su operación principalmente con capital propio, el cual representa, en promedio, el 80 % con respecto al 20 % de recursos de terceros. De los pasivos adquiridos con terceros el 79 % corresponde a obligaciones financieras y el 21 % a deudas con proveedores y obligaciones laborales.

6.6 EBITDA y margen EBITDA

El EBITDA, por sus siglas en inglés Earnings Before Interest Taxes Depreciation Amortization (Utilidad Antes de Intereses Impuestos Depreciaciones y Amortizaciones), es un indicador financiero que permite la aproximación de una empresa, y se puede obtener a través del estado de resultados. Muestra la utilidad depurada sin tener en cuenta intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones; por esta razón, el EBITDA permite obtener una idea clara del rendimiento operativo de las empresas.

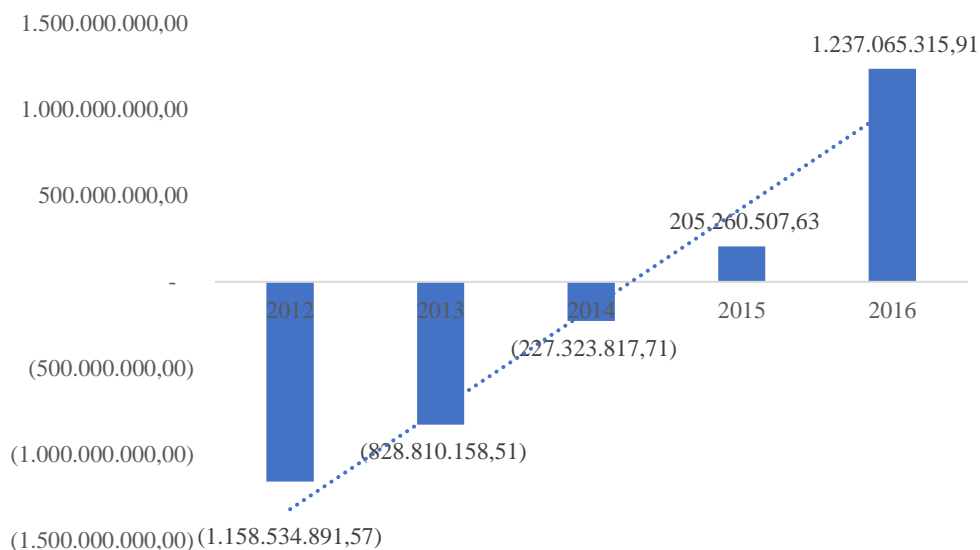


Figura 10. Comportamiento EBITDA. Fuente: elaboración propia.

Como puede observarse, para los años 2012 a 2014 se presenta un EBITDA negativo, lo cual significa que la empresa, a nivel operativo, no cubría costos y gastos relacionados con las operaciones. Este efecto se ve reflejado en la utilidad neta, la cual, para estos años, representa pérdidas; sin embargo, para 2015 y 2016 el EBITDA mejora arrojando resultados positivos, lo cual permite determinar que la empresa, a través de su política de ventas y administración de activos, ha logrado mejorar los costos operativos.

6.7 Productividad del capital de trabajo

El término capital de trabajo, en ocasiones llamado capital de trabajo bruto, se refiere, por lo general, al activo circulante. El capital de trabajo neto se define como activo circulante menos pasivo circulante, por lo tanto, representa la cantidad de activo circulante que se financia con fondos de largo plazo (Besley, 2014).

La productividad del capital de trabajo hace alusión al aprovechamiento de la inversión realizada en capital de trabajo neto operativo, con relación a las ventas alcanzadas. A mayores ventas dada una inversión en capital de trabajo neto operativo mejor es la productividad que proporciona este rubro.

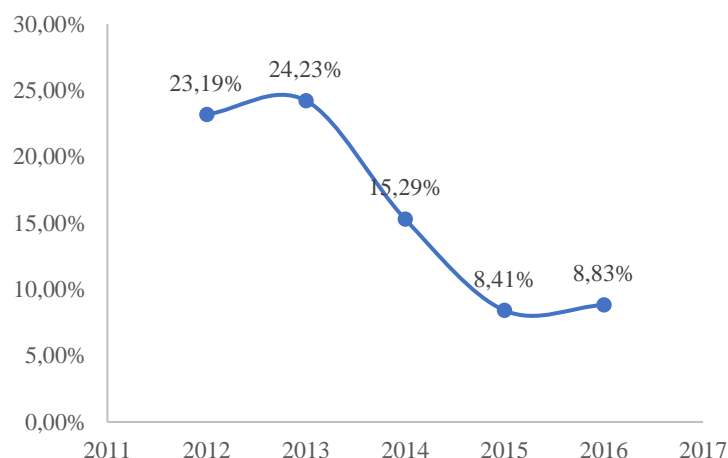


Figura 11. Comportamiento productividad del capital de trabajo neto operativo. Fuente: elaboración propia.

El indicador de productividad de capital de trabajo refleja que Empaques del Cauca, en el año 2012, requería de un 23,19 % de las ventas para cubrir las necesidades de capital de trabajo, mientras que en el año 2016 la productividad del capital de trabajo pasó al 8,83 % de las ventas, lo que significa que la empresa necesita cada vez menos inversión en capital de trabajo para soportar el volumen de ventas; esto hace atractivo el crecimiento de la compañía.

6.8 Valor económico agregado EVA

El valor económico agregado EVA (en inglés, Economic Value Added) es un método de desempeño financiero para calcular el verdadero beneficio económico de una empresa. El EVA considera la productividad de todos los factores utilizados para realizar la actividad empresarial. Se crea valor en una empresa cuando la rentabilidad generada supera al costo de oportunidad, con los recursos utilizados por la empresa, con relación al valor que se generaría en una actividad parecida en el entorno.

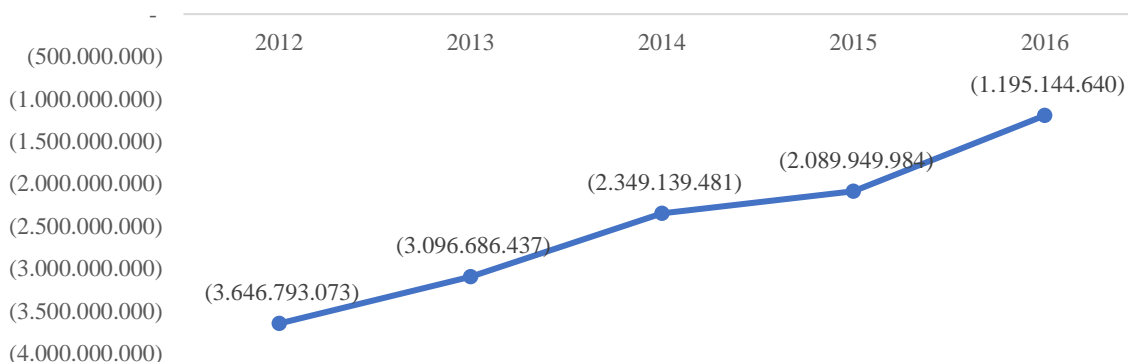


Figura 12. EVA. Fuente: elaboración propia.

Como se observa en la figura anterior, la empresa en el periodo evaluado ha destruido valor; esta destrucción se da, principalmente, por los resultados negativos que se tuvieron durante los periodos 2012 a 2014. En los años 2015 y 2016 la empresa Empaques del Cauca genera resultados positivos, pero sigue destruyendo valor, principalmente, porque la rentabilidad operacional es inferior al costo promedio ponderado de financiación. Sin embargo, el análisis de la variación del EVA refleja que, en el periodo analizado, la compañía ha recuperado valor, como se observa en la figura 13.

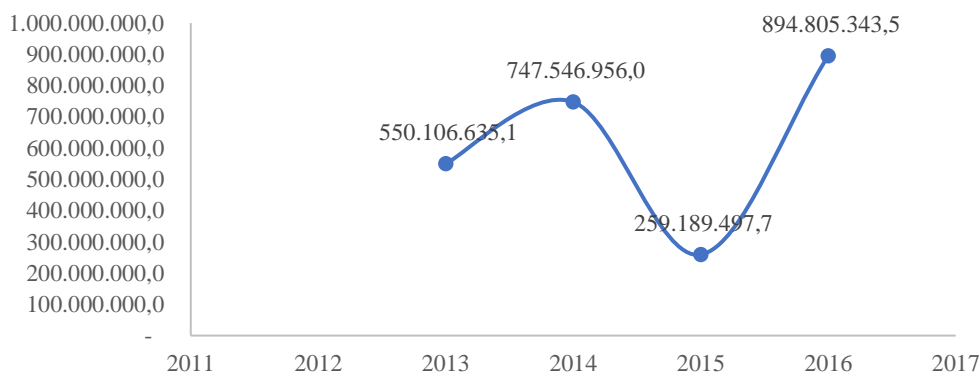


Figura 13. Comportamiento del EVA. Fuente: elaboración propia.

7. Análisis del sector y principal competidor

Para realizar el análisis del sector en que se encuentra la empresa Empaques del Cauca se debe tener en cuenta que, en Colombia, solo existen tres empresas dedicadas a la producción

de empaques de fique, por lo tanto, la comparación se realiza con la Compañía de Empaques S. A. que es la empresa líder en el país.

A continuación, se relacionan los indicadores calculados.

Tabla 1.

Indicadores financieros principal competidor

Detalle	Compañía de Empaques S. A.		Empaques del Cauca S. A.	
	2016	2015	2016	2015
Ventas	194.812.993	174.604.884	14.046.410	11.512.036
Margen Bruto	26,29 %	24,81 %	20,53 %	15,33 %
Margen Operacional	13,76 %	12,79 %	8,57 %	1,58 %
Margen Neto	8,92 %	9,31 %	4,68 %	-3,01 %
Roe	8,34 %	8,30 %	3,27 %	-1,70 %
Roa	4,87 %	4,99 %	2,58 %	-1,36 %
Nivel de Endeudamiento	0,416	0,399	20,89 %	21,10 %
Razón de Liquidez (veces)	1,02	1,02	1,77	0,96
Razón de Liquidez Inmediata (veces)	0,53	0,54	1,35	0,58
EBITDA	32.782.000	26.237.000	1.237.065	205.261
Margen EBITDA	16,83 %	15,03 %	8,81 %	1,78 %

Fuente: elaboración propia.

De acuerdo con la información anterior se puede concluir que la empresa Empaques del Cauca debe implementar estrategias orientadas a mejorar sus indicadores de rentabilidad y participación en el mercado, para disminuir la brecha existente con la empresa líder.

Esto es posible porque en los últimos años se ha observado un comportamiento positivo y con tendencia al alza en la facturación de la compañía, lo cual indica que la administración debe seguir concentrándose en ampliar la participación en el mercado, mejorar el ciclo productivo y gestionar nuevas fuentes de financiación menos costosas.

8. Presentación y análisis de resultados

Para realizar la valoración de la empresa Empaques del Cauca se empleó información histórica desde el año 2012 hasta el año 2016, a partir de la cual se realizó una proyección de diez años comprendidos entre el 2017 al 2027.

A partir del análisis de la situación financiera actual de la empresa, del sector y principales competidores, se construyen las proyecciones financieras, se determina el costo de capital y la tasa de crecimiento g , con el objetivo de estimar el valor de la empresa, empleando las siguientes metodologías: valoración por flujo de caja libre descontado y valoración por EVA.

Lo anterior con el fin de determinar la capacidad financiera para el desarrollo de nuevos proyectos de inversión, además de analizar si una estructura financiera dinámica permite mejorar el valor corporativo de la misma y que dicha información puede ser empleada por los diferentes usuarios en la toma de decisiones financieras que permitan el crecimiento de la empresa.

9. Criterios de proyección

Para efectos de la valoración de la empresa Empaques del Cauca se utilizaron criterios de variables macroeconómicas y el entorno económico en el que opera la empresa.

9.1 Escenario macroeconómico

Las variables que se tuvieron en cuenta se para la valoración son:

- Devaluación: es la pérdida del valor nominal del peso colombiano frente al dólar. (para efectos de la valoración se emplea la devaluación de las tablas macroeconómicas proyectadas por el Grupo Bancolombia).
- DTF: es la tasa para Depósitos a Término Fijo (DTF). Es un tipo de interés que se calcula a partir del promedio ponderado semanal por monto de las tasas promedio de captación diarias de los certificados de depósitos a término a 90 días. La DTF es calculada por el Banco de la República con base en los datos provistos por los bancos y otras entidades financieras (para la valoración se emplea la DTF de las tablas macroeconómicas proyectadas por el Grupo Bancolombia, disponible en <http://www.grupobancolombia.com/wps/portal/empresas/capitalinteligente/investigaciones-economicas/publicaciones/tablas-macroeconomicos-proyectados/>).

- Tasa libre de riesgo: es un concepto teórico que asume que en la economía existe una alternativa de inversión que no tiene riesgo para el inversionista, ofreciendo un rendimiento seguro y en un plazo definido. Generalmente, la tasa libre de riesgo es medida por los rendimientos de los bonos de los Estados Unidos a diez años.
- Riesgo país: se define como la probabilidad de que un país falle en generar suficiente moneda extranjera para pagar sus obligaciones a acreedores externos (Zopounidis y Pardalos, 1984). Calverley (1990) lo define como las pérdidas potenciales financieras y económicas debido a las dificultades que fluyen desde el ambiente político y macroeconómico de un país (para la valoración se toma el riesgo país del Banco Central de Reservas del Perú, disponible en <http://www.bcrp.gob.pe/estadisticas/cuadros-de-la-nota-semanal.html>).
- Beta: el coeficiente beta (β) de una acción mide el grado de variabilidad de la rentabilidad de una acción respecto a la rentabilidad promedio del “mercado” en que se negocia, y por ello es un concepto muy utilizado por los analistas financieros. La beta (β) mide el “riesgo sistemático” o “de mercado”. Cuanto más volátil sea una acción con respecto al índice del mercado tanto mayor será su “riesgo de mercado” (para la valoración se toma el beta del sector de la página de Damodaran, Mercados Emergentes, disponible en <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>).
- Índice S&P 500: está conformado por 400 compañías industriales, 20 de transporte, 40 de servicio público y 40 financieras (para la valoración se toman los datos del índice S&P500 de la página yahoo finance con el fin de determinar el rendimiento del mercado. Disponible en <https://finance.yahoo.com/>).

9.2 Proyección balance general

Para realizar la valoración de la empresa Empaques del Cauca inicialmente se analiza el comportamiento histórico de los componentes del activo total, pasivo total y patrimonio, para determinar cuál ha sido su evolución en el periodo comprendido entre el 2012 y el 2016, con el fin de establecer la posible tendencia en los próximos diez años contados a partir del año 2017.

Por lo anterior, las cifras de activos proyectadas para los años 2017 a 2027 se determinan tomando como base el valor del último año, el cual es multiplicado por el promedio de los últimos cinco años analizados.

Las cifras proyectadas se encuentran en el Anexo 1.

9.3 Proyección estado de resultados

Para realizar la proyección de las partidas que componen el estado de resultados se realizó lo siguiente:

- Ingresos: se analiza el comportamiento de los años 2012 a 2016 y se toma como base la cifra del año 2016, la cual es multiplicada por el promedio de los últimos cinco años.
- Costos de ventas y gastos operacionales: para realizar la proyección se determina cuál es el porcentaje de participación de este concepto sobre el total de ingresos; con base en este se proyecta cada año hasta el 2027.
- Gastos por intereses financieros: para la proyección de este concepto se emplea, a partir del año 2018, una tasa de interés DTF + spread de 6 %, que corresponde a la tasa de mercado sobre crédito hipotecario, el cual está proyectado por la entidad para el año 2018, con el fin de disminuir la carga financiera de la empresa.
- Provisión para impuesto de renta y sobretasa: se proyectó de acuerdo con la tasa impositiva vigente para cada año.

Las cifras proyectadas se encuentran en el Anexo 2.

9.4 Costo de capital

La tasa de costo promedio ponderada de capital se define como el promedio ponderado de las distintas fuentes de financiamiento. El costo de capital es cambiante porque un manejo no adecuado de la estructura financiera de las empresas implica no poder mantener una tasa constante (Jaramillo, 2010).

El costo promedio ponderado de capital simplemente representa el costo promedio de cada unidad monetaria de financiamiento (sin importar su fuente) que utiliza la empresa para comprar activos. Es decir, el WACC representa la tasa de rendimiento mínima que la empresa debe ganar sobre su inversión, para mantener su nivel actual de patrimonio o riqueza (Besley, 2014).

A continuación, se presenta la ecuación para determinar el costo promedio ponderado de capital:

Costo de capital WACC

$$WACC = \%D \times Kd \times (1 - T) + \%E \times Ke$$

Esta se compone de dos partes: primero el costo de la deuda y segundo el costo del patrimonio. Las variables %D y %E representan la estructura financiera.

A continuación, se presenta la estructura financiera de la empresa del periodo proyectado.

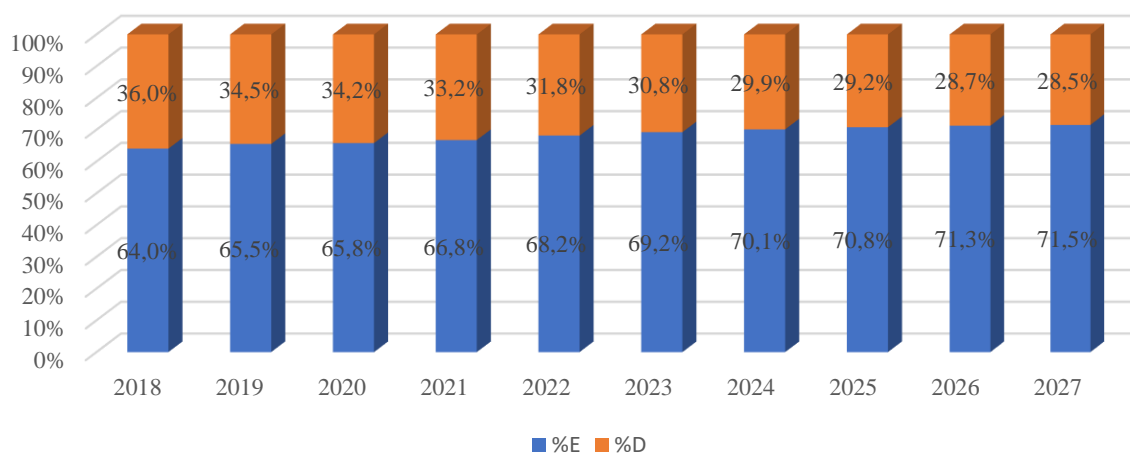


Figura 14. Estructura financiera periodo proyectado. Fuente: elaboración propia.

El Kd corresponde al costo de la deuda, el cual se calculó teniendo en cuenta las tasas de interés de las obligaciones financieras actuales de la empresa. Las proyecciones de los

intereses se realizaron sobre la DTF para el periodo relevante. Para determinar el Kd se tiene en cuenta la tasa impositiva, con el fin de calcular el escudo fiscal.

El ke corresponde al costo del patrimonio, el cual se determinó empleando el modelo de CAPM, método de valoración de activos de capital, el cual se calcula teniendo en cuenta las siguientes variables:

- Tasa libre de riesgo
- Beta desapalancado del sector
- Rendimiento del mercado (S&P 500)
- Riesgo país
- Devaluación

Con las variables mencionadas se realiza el cálculo del costo de capital para el periodo proyectado.

Tabla 2.
Costo de capital

Detalle	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Tasa libre de riesgo	2,34 %	2,34 %	2,34 %	2,34 %	2,34 %	2,34 %	2,34 %	2,34 %	2,34 %	2,34 %
Beta	66,70 %	66,70 %	66,70 %	66,70 %	66,70 %	66,70 %	66,70 %	66,70 %	66,70 %	66,70 %
Rendimiento del mercado	12,57 %	12,57 %	12,57 %	12,57 %	12,57 %	12,57 %	12,57 %	12,57 %	12,57 %	12,57 %
Riesgo País	1,88 %	1,88 %	1,88 %	1,88 %	1,88 %	1,88 %	1,88 %	1,88 %	1,88 %	1,88 %
Ku(US\$)	11,05 %	11,05 %	11,05 %	11,05 %	11,05 %	11,05 %	11,05 %	11,05 %	11,05 %	11,05 %
Devaluación	2,20 %	-0,50 %	2,40 %	4,30 %	3,30 %	3,30 %	3,30 %	3,30 %	3,30 %	3,30 %
Ku(\$)	13,49 %	10,49 %	13,71 %	15,82 %	14,71 %	14,71 %	14,71 %	14,71 %	14,71 %	14,71 %
%Dt-1	35,96 %	34,47 %	34,21 %	33,24 %	31,83 %	30,78 %	29,89 %	29,20 %	28,73 %	28,48 %
%Et-1	64,04 %	65,53 %	65,79 %	66,76 %	68,17 %	69,22 %	70,11 %	70,80 %	71,27 %	71,52 %
Kd	10,87 %	11,67 %	12,01 %	11,47 %	10,87 %	10,87 %	10,89 %	10,89 %	10,89 %	10,88 %
Ke	12,45 %	7,90 %	12,80 %	15,99 %	14,38 %	14,39 %	14,40 %	14,41 %	14,42 %	14,42 %
WACC	11,61 %	8,68 %	11,91 %	14,07 %	13,04 %	13,10 %	13,14 %	13,18 %	13,20 %	13,22 %

Fuente: elaboración propia.

10. Variables generadoras de valor

Para el proceso de valoración de empresas se consideran como variables generadoras de valor las siguientes:

Noplat: se refiere a la utilidad operativa después de impuestos.

ROIC: es la tasa de retorno sobre el capital invertido.

IR: indicador de rentabilidad. Mide la cantidad en que aumenta la inversión en relación con cada unidad monetaria invertida.

Tasa de crecimiento G: es la tasa de crecimiento a perpetuidad del Flujo de Caja Libre.

Tabla 3.

Variables generadoras de valor

Detalle	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
NOPLAT	860.976	935.737	1.052.525	1.159.556	1.249.999	1.357.415	1.486.983	1.631.482	1.781.007	1.940.660
ROIC	15,77 %	17,19 %	19,30 %	21,16 %	22,67 %	24,58 %	26,87 %	29,38 %	31,95 %	34,70 %
IR	-1,94 %	1,06 %	2,62 %	2,91 %	0,61 %	0,92 %	1,24 %	1,24 %	1,05 %	0,81 %
g	-0,31 %	0,18 %	0,51 %	0,62 %	0,14 %	0,23 %	0,33 %	0,36 %	0,34 %	0,28 %

Fuente: elaboración propia.

11. Valoración por Flujo de Caja Libre

Según Damodaran (2006), el método de flujos de caja descontados es la metodología más empleada ya que permite incluir el riesgo en la tasa de descuento.

El método de valoración por flujo de caja descontado es un método dinámico, por medio del cual se determina el valor de la empresa a partir de la capacidad de generar tesorería, es decir flujos de efectivo (*cash flows*) (Bertran, 2015). A diferencia del método basado en el balance, como lo menciona Fernández (1999), el cual: “No tiene en cuenta la posible evolución futura de la empresa, el valor temporal del dinero, ni otros factores que también le afectan como pueden ser: la situación del sector, problemas de recursos humanos, de organización, contratos, etc.” (p. 27).

El análisis propuesto para el método de flujo de caja descontado permite que se incorporen perspectivas sobre la situación y proyección económica, comportamiento y evolución del

sector y de la empresa; tiene, precisamente, como principal inconveniente que los resultados de la valoración son bastante sensibles a cambios en las hipótesis de negocio y de la estructura financiera de la empresa (Bertran, 2015). En este método se deben estimar los flujos de caja que se esperan en el futuro, de acuerdo con el giro ordinario del negocio; para ello se deben estimar los ingresos, egresos, inversión en activos, nivel de endeudamiento y se calcula el Flujo de Caja Libre, el cual es descontado empleando una tasa de descuento para determinar el valor de la empresa.

Damodaran (2006) distingue cuatro subgrupos en función de los flujos de caja descontados: dividendos, flujo de caja para los accionistas, los proveedores y rendimientos anormales. De acuerdo con lo anterior, para la valoración de la empresa Empaques del Cauca se toma como referencia el último año de proyección, se calcula el valor terminal con el objetivo de determinar el Flujo de Caja Libre a perpetuidad, con una tasa de crecimiento g de 0,28 % y el costo promedio ponderado de capital WACC de 13,22 %.

Se emplea el método de Flujo de Caja Libre, se calcula el valor operativo de la empresa con el objetivo de estimar el valor total y el valor por acción de la empresa, obteniendo los resultados que aparecen en la tabla 4.

Tabla 4.
Valor de la empresa por el método de flujo de caja libre descontado

Detalle	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
NOPLAT	-	860.976	935.737	1.052.525	1.159.556	1.249.999	1.357.415	1.486.983	1.631.482	1.781.007	1.940.660
Inversión Neta	-	16.699	(9.876)	(27.596)	(33.768)	(7.631)	(12.548)	(18.477)	(20.232)	(18.725)	(15.655)
FCL	-	877.676	925.861	1.024.929	1.125.788	1.242.368	1.344.867	1.468.506	1.611.251	1.762.282	1.925.005
Valor Terminal	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	14.917.968
VOE	11.506.807	11.964.675	12.078.162	12.493.124	13.126.639	13.596.587	14.032.884	14.409.247	14.697.503	14.876.322	14.917.968
Inversiones - fideicomiso a y p	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisiones cartera	(246.837)	(246.082)	(246.529)	(247.776)	(249.303)	(249.648)	(250.215)	(251.050)	(251.965)	(252.811)	(253.519)
Valorizaciones (propiedad, planta y equipo)	19.414.104	19.354.727	19.389.844	19.487.964	19.608.030	19.635.163	19.679.778	19.745.476	19.817.412	19.883.993	19.939.657
Intangibles	24.767	24.691	24.736	24.861	25.014	25.049	25.106	25.190	25.282	25.366	25.437
Inversiones de largo plazo	9.397	9.368	9.385	9.432	9.491	9.504	9.525	9.557	9.592	9.624	9.651
Diferido (estudio prefactibilidad proyecto inmob)	110.008	109.672	109.871	110.427	111.107	111.261	111.514	111.886	112.294	112.671	112.986
Obligaciones financieras	548.318	546.641	547.633	550.404	553.795	554.561	555.821	557.677	559.709	561.589	563.161
Obligaciones financieras	3.588.990	3.578.013	3.584.505	3.602.644	3.624.840	3.629.856	3.638.104	3.650.249	3.663.547	3.675.856	3.686.146
Provision para costos y gastos	3.327	3.317	3.323	3.340	3.361	3.365	3.373	3.384	3.396	3.408	3.417
Provisiones diversas	185.982	185.413	185.749	186.689	187.839	188.099	188.527	189.156	189.845	190.483	191.016
Valor Total Empresa	26.491.629	26.903.668	27.044.260	27.534.955	28.261.144	28.752.035	29.222.767	29.649.840	29.993.620	30.223.830	30.308.440
Número de acciones	5.384.047	5.384.047	5.384.047	5.384.047	5.384.047	5.384.047	5.384.047	5.384.047	5.384.047	5.384.047	5.384.047
Valor de la Acción	4.920	4.997	5.023	5.114	5.249	5.340	5.428	5.507	5.571	5.614	5.629

Fuente: elaboración propia.

Como resultado de la valoración por Flujo de Caja Descontado se determina que el valor total de la empresa Empaques del Cauca, para el año 2017, es de \$26.491.629 (miles de pesos), lo que corresponde a \$4.920 pesos por acción; así como un valor operativo de \$11.506.807 (miles de pesos).

12. Valoración por EVA

El EVA consiste en determinar la utilidad que produce el negocio por la utilización de la inversión de capital y expresar el flujo en función de la rentabilidad de la inversión de capital. Pero el objetivo está orientado a determinar los resultados de la situación real. Esta es una herramienta útil para medir la gestión de los directivos y de las unidades de negocio. Para la determinación del EVA se hace necesario mezclar tanto información contable como utilidad, y el valor contable de las acciones y de la deuda con un parámetro del mercado denominado costo de capital promedio ponderado (CPPC) (Betancur, 2010).

Para concluir, el EVA, según Betancur (2010), sirve para verificar la manera como se están logrando las expectativas formuladas con base en la utilidad económica. Esta metodología permite identificar si las decisiones de inversión, financiación y distribución de utilidad han o no contribuido a la generación de valor para la entidad.

La ecuación para determinar el EVA es:

$$\text{EVA} = \text{Capital Invertido} \times (\text{Roic} - \text{WACC})$$

Es el retorno que deja la operación del negocio y el costo de los recursos en que se debió incurrir para la misma operación, multiplicado por el capital que se ha invertido durante un periodo determinado.

A continuación, se presentan los resultados obtenidos para la valoración por EVA.

Tabla 5.

Valor de la empresa por el método EVA

Detalle	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
EVA	-	199.123	442.371	374.506	354.596	49.927	602.535	727.791	867.703	1.012.989	1.169.247
EVA Terminal	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9.064.395
MVA	5.807.517	6.282.817	6.385.995	6.772.152	7.370.420	7.832.403	8.255.602	8.612.678	8.879.817	9.039.090	9.064.395
Capital Invertido Neto	5.460.118	5.443.418	5.453.295	5.480.890	5.514.658	5.522.289	5.534.837	5.553.314	5.573.546	5.592.271	5.607.927
VOE	11.506.807	11.964.675	12.078.162	12.493.124	13.126.639	13.596.587	14.032.884	14.409.247	14.697.503	14.876.322	14.917.968

Fuente: elaboración propia.

13. Análisis de sensibilidad ante cambios en g y WACC

Teniendo en cuenta los posibles escenarios que permitan tener un mayor panorama de la valoración, se consideran cambios en el WACC del 3 %, así como un crecimiento de un 0,5 % y 0,0 %, obteniendo los siguientes resultados.

Tabla 6.

Análisis de sensibilidad

Escenario	Vr. Empresa	Vr. Acción
Optimista	27.656.143.615	5.137
Moderado	26.491.629.262	4.920
Pesimista	25.739.649.714	4.781

Fuente: elaboración propia.

Como podemos observar en la tabla anterior el valor de la empresa Empaques del Cauca se encuentra entre \$25.739.650 y \$27.656.144, en un escenario pesimista y optimista respectivamente.

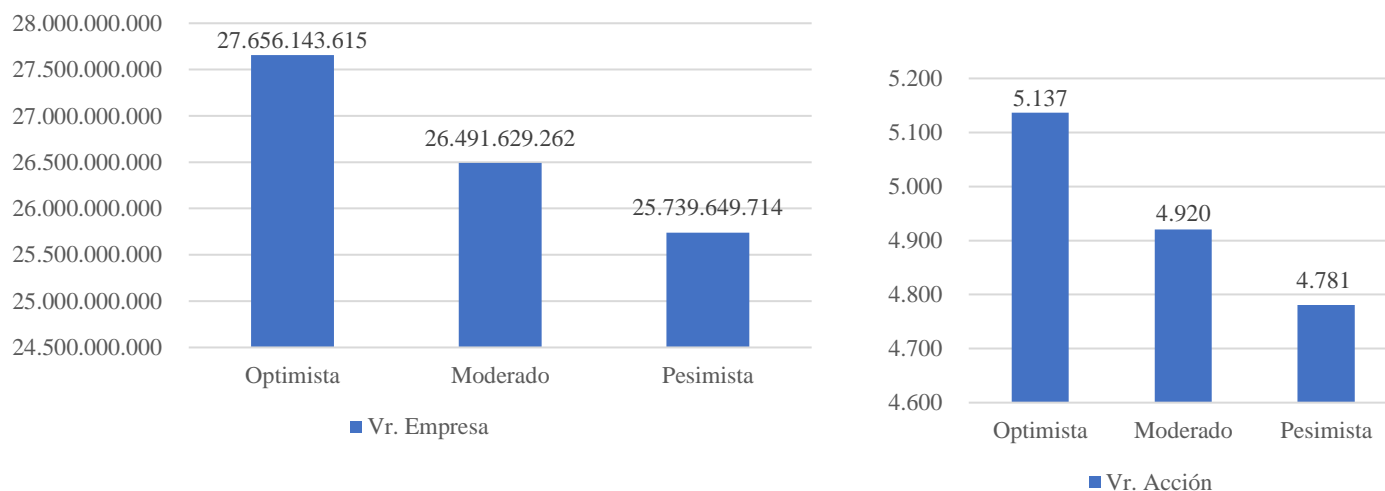


Figura 15. Valoración por FCL. Fuente: elaboración propia.

14. Estrategias de generación de valor

Con el fin de lograr que la empresa Empaques del Cauca siga con una tendencia positiva se realizan algunas sugerencias que le permitirán a la compañía generar valor en los próximos años:

- Mantener una utilidad operacional por encima del 8 % con el fin de cubrir los costos y gastos de la operación y poder cumplir con las obligaciones financieras.
- Realizar un reperfilamiento de la deuda a tasas de mercado, la cual disminuya el costo de la misma; esta estrategia permitirá mejorar la rentabilidad, así como el capital de trabajo. Este punto se podrá ejecutar reestructurando el pasivo que se tiene con terceros y negociando con la banca comercial, la cual maneja una tasa de interés mucho menor que el actual tenedor de la deuda; adicionalmente, si la deuda es tomada por la banca se cancelará dentro de la cuota intereses como capital y esto es muy beneficioso para la empresa en el largo plazo, ya que año tras año estará liberando cupo en las entidades financieras que puede ser utilizado para los temas de investigación y desarrollo.

- Gestionar la rentabilidad operativa de la inversión ROIC, de tal manera que año a año sea mayor al costo promedio ponderado de las fuentes de financiación. Este propósito se logra, en gran medida, con la reperfilación de la deuda, a con el fin de obtener el máximo beneficio neto con un mínimo capital invertido.

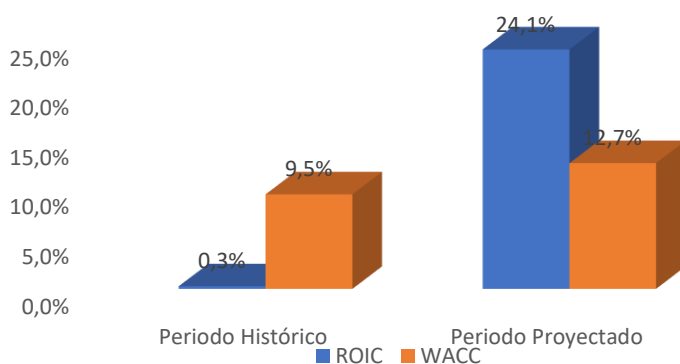


Figura 16. ROIC vs. WACC. Fuente: elaboración propia.

- Mantener los niveles de márgenes EBITDA por encima del 8,6 %, lo cual es muy aterrizado, ya que a pesar de que este indicador estuvo en -1,8 %, en promedio, durante los años analizados, en el año 2016 cerró en 8,8 %, lo cual demuestra que el incremento de las ventas fue superior al incremento en costos y gastos de la operación; por tal motivo, se hace necesario que el margen EBITDA siga esta tendencia ya que este es un indicador importante para la generación de valor de la compañía.
- Mantener las políticas de cobro de cartera no mayor a 30 días, así como mantener o mejorar los niveles de producción, además de cumplir los acuerdos de entrega del producto terminado con los clientes ya que, al ser exportadores de café en su mayoría, los tiempos de entrega son fundamentales para ellos, porque un retraso puede significar mucho dinero en un puerto y, por supuesto, pérdida de dinero para el cliente.
- Mantener poder de negociación con los proveedores de fique, ya que esto ha permitido que la competencia incremente el precio del empaque, lo que produce un mejor panorama para la empresa y mejora su margen bruto, el cual estaba por debajo del 10 % en los años 2013 a 2015, y solo en el año 2016 se logró un aumento de precios en la venta gracias al poder de negociación con los proveedores.

- Continuar con la política de nivel de inventario óptimo para evitar que la inversión en capital de trabajo se aumente y afecte la liquidez de la empresa.

15. Conclusiones

Empaques del Cauca, en los últimos cinco años, ha demostrado que la implementación de políticas de gestión de activos y reducción de costos le permitió superar la crisis económica presentada en los años 2012 a 2015; adicionalmente, se debe tener en cuenta que el desarrollo del sector fiquero ha tenido gran auge de acuerdo con las políticas ambientales que favorecen la producción y venta de empaques amigables con el medio ambiente.

Con lo anterior, se comprueba que Empaques del Cauca cuenta con los recursos físicos, humanos y financieros para continuar en el mercado con márgenes de rentabilidad superiores a los obtenidos en el año 2016.

Además, al compararla con la empresa líder del sector, se observa que la empresa puede ampliar su participación y campo de acción en el sector de producción y venta de empaques de fique, así como mejorar sus niveles de producción, los cuales también se ven impulsados por el crecimiento de exportaciones de café, que requieren el empaque de fique ofrecido por la empresa.

16. Referencias

- Bertran, F. À. (2015). *¿Cómo se valora una empresa?* Cataluña: Editorial UOC.
- Besley, S. (2014). *Finanzas corporativas*. Massachusetts: Cengage Learning.
- Betancur, J. F. (2010). *Valoración de empresas*. Bogotá: Ecoe.
- Calverley, J. (1990). *Country Risk Analysis*. Londres: Taylor & Francis Group.
- Confique (2018). Recuperado de <https://www.cccauca.org.co/CONFIQUE/demo/inner/1.jpg>
- Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation. Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. Nueva Jersey: John Wiley & Sons.
- Fibras del futuro (2010). Recuperado de www.fao.org/economic/futurefibres-2010
- Informes de Coyuntura Económica Regional - ICER (2000). Recuperado de https://www.dane.gov.co/files/icer/2011/cauca_icer__11.pdf
- Jaramillo, F. (2010). *Valoración de empresas*. Bogotá: Ecoe.
- Ortiz, U. (2017). Bolsas de fique reemplazarán polietilenos. Recuperado de <https://www.elespectador.com/opinion/opinion/bolsas-de-fique-reemplazaran-polietilenos-columna-673076>
- Parra, D. A., y Sánchez, M. A. (2012). *Desarrollo material polimérico reforzado con fibras naturales* [tesis de grado, Facultad de Ingeniería]. Universidad EAN, Bogotá, Colombia. Recuperado de http://www.bdigital.unal.edu.co/2078/1/2009__Agenda_Fique.pdf

Parra, A. (2013). Valoración de empresas. Métodos de valoración. *Contexto*, 2, 87-100. Recuperado de <http://revistas.ugca.edu.co/files/journals/4/articles/44/public/44-678-1-PB.pdf>

Superintendencia de Sociedades (2017). Comportamiento de las 2.000 empresas más grandes por ingresos del sector real. Recuperado de <https://www.supersociedades.gov.co/Historial%20de%20Noticias/2015/EE2-%20Estudio%20de%20las%202000%20FINAL-%202015%20V%2015.pdf>

Zopounidis, C. & Pardalos, P. M. (1984). *Managing in Uncertainty. Theory and Practice*. Nueva York: Springer US.

17. Anexos

Anexo 1. Estado de situación financiera proyectado

EMPAQUES DEL CAUCA S.A.											
<i>Esfuerzo Industrial con Compromiso Social</i>											
<u>ESTADO DE SITUACION FINANCIERA</u>											
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
ACTIVO											
ACTIVO CORRIENTE											
DISPONIBLE	860.700	858.068	859.625	863.975	869.298	870.501	872.479	875.391	878.580	881.532	884.000
CUENTAS POR COBRAR CUENTES	653.383	651.385	652.566	655.869	659.909	660.823	662.324	664.535	666.956	669.197	671.070
ANTICIPO DE IMPUESTOS Y CONTRIBUCIONES	517.453	515.871	516.807	519.422	522.622	523.345	524.534	526.285	528.203	529.977	531.461
DEUDORES	235.597	234.876	235.303	236.493	237.950	238.280	238.821	239.618	240.491	241.299	241.975
INVENTARIOS	714.267	712.083	713.375	716.985	721.402	722.400	724.042	726.459	729.106	731.555	733.603
TOTAL ACTIVO CORRIENTE:	2.981.401	2.972.282	2.977.675	2.992.743	3.011.181	3.015.348	3.022.200	3.032.289	3.043.336	3.053.561	3.062.109
ACTIVO NO CORRIENTE											
DEUDORES	35.527	35.418	35.482	35.662	35.881	35.931	36.013	36.133	36.265	36.386	36.488
CUENTAS DE DIFÍCIL COBRO	545.571	543.903	544.890	547.647	551.021	551.784	553.037	554.884	556.905	558.776	560.340
PROVISIONES CARTERA	(246.837)	(246.082)	(246.529)	(247.776)	(249.303)	(249.648)	(250.215)	(251.050)	(251.965)	(252.811)	(253.519)
INVENTARIOS (ALMACEN DE MAT, REPUESTOS Y SUMI)	232.328	231.617	232.037	233.211	234.648	234.973	235.507	236.293	237.154	237.951	238.617
PROPIEDAD PLANTA Y EQUIPO	6.785.276	6.764.524	6.776.797	6.811.090	6.853.054	6.862.537	6.878.130	6.901.092	6.926.233	6.949.504	6.968.958
(-) DEPRECIACION ACUMULADA	(5.256.821)	(5.240.744)	(5.250.253)	(5.276.821)	(5.309.331)	(5.316.678)	(5.328.759)	(5.346.548)	(5.366.027)	(5.384.055)	(5.399.127)
VALORIZACIONES (PROPIEDAD, PLANTA Y EQUIPO)	19.414.104	19.354.727	19.389.844	19.487.964	19.608.030	19.635.163	19.679.778	19.745.476	19.817.412	19.883.993	19.939.657
INTANGIBLES	24.767	24.691	24.736	24.861	25.014	25.049	25.106	25.190	25.282	25.366	25.437
INVERSIONES DE LARGO PLAZO	9.397	9.368	9.385	9.432	9.491	9.504	9.525	9.557	9.592	9.624	9.651
OTROS ACTIVOS	1.196	1.193	1.195	1.201	1.208	1.210	1.213	1.217	1.221	1.225	1.229
GASTOS PAGADOS POR ANTICIPADO	144.080	143.639	143.900	144.628	145.519	145.721	146.052	146.539	147.073	147.567	147.980
diferido (ESTUDIO PREFACTIBILIDAD PROYECTO INMOB)	110.008	109.672	109.871	110.427	111.107	111.261	111.514	111.886	112.294	112.671	112.986
OTROS	1.367.083	1.362.902	1.365.375	1.372.284	1.380.739	1.382.649	1.385.791	1.390.417	1.395.483	1.400.171	1.404.091
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	23.165.679	23.094.828	23.136.731	23.253.811	23.397.078	23.429.455	23.482.692	23.561.085	23.646.922	23.726.369	23.792.789
TOTAL ACTIVO:	26.147.079	26.067.110	26.114.406	26.246.554	26.408.260	26.444.803	26.504.891	26.593.374	26.690.258	26.779.929	26.854.898

PASIVO CORRIENTE											
OBLIGACIONES FINANCIERAS	548.318	546.641	547.633	550.404	553.795	554.561	555.821	557.677	559.709	561.589	563.161
PROVEEDORES	131.606	131.204	131.442	132.107	132.921	133.105	133.407	133.852	134.340	134.791	135.169
CUENTAS POR PAGAR	245.167	244.417	244.861	246.100	247.616	247.959	248.522	249.352	250.260	251.101	251.804
IMPUESTOS, GRAVAMENES Y TASAS	296.462	295.555	296.092	297.590	299.423	299.838	300.519	301.522	302.621	303.638	304.488
OBLIGACIONES LABORALES	383.734	382.560	383.254	385.194	387.567	388.103	388.985	390.284	391.705	393.021	394.122
PASIVOS ESTIMADOS Y PROVISIONES	66.901	66.696	66.817	67.155	67.569	67.662	67.816	68.042	68.290	68.520	68.712
OTROS PASIVOS	251.653	250.884	251.339	252.611	254.167	254.519	255.097	255.949	256.881	257.744	258.466
TOTAL PASIVO CORRIENTE	1.923.841	1.917.957	1.921.436	1.931.160	1.943.058	1.945.746	1.950.167	1.956.678	1.963.806	1.970.404	1.975.920
PASIVO NO CORRIENTE											
OBLIGACIONES FINANCIERAS	3.588.990	3.578.013	3.584.505	3.602.644	3.624.840	3.629.856	3.638.104	3.650.249	3.663.547	3.675.866	3.686.146
PROVISION PARA COSTOS Y GASTOS	3.327	3.317	3.323	3.340	3.361	3.365	3.373	3.384	3.396	3.408	3.417
PROVISIONES DIVERSAS	185.982	185.413	185.749	186.689	187.839	188.099	188.527	189.156	189.845	190.483	191.016
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	3.778.299	3.766.743	3.773.577	3.792.673	3.816.040	3.821.320	3.830.003	3.842.789	3.856.789	3.869.747	3.880.580
TOTAL PASIVO	5.702.139	5.684.700	5.695.014	5.723.833	5.759.097	5.767.067	5.780.171	5.799.467	5.820.595	5.840.151	5.856.500
PATRIMONIO											
CAPITAL AUTORIZADO 8,000,000											
CAPITAL SUSCRITO Y PAGADO 6,000,000	2.980.825	2.981.677	2.987.087	3.002.203	3.020.700	3.024.880	3.031.753	3.041.874	3.052.956	3.063.213	3.071.788
SUPERAVIT DE CAPITAL	435.148	433.817	434.604	436.803	439.495	440.103	441.103	442.575	444.188	445.680	446.928
RESERVAS	1.399.607	1.395.327	1.397.868	1.404.932	1.413.588	1.415.544	1.418.760	1.423.497	1.428.683	1.433.483	1.437.495
REVALORIZACION DEL PATRIMONIO	1.585.991	1.581.140	1.584.009	1.592.025	1.601.833	1.604.050	1.607.695	1.613.062	1.618.938	1.624.377	1.628.925
RESULTADO DEL EJERCICIO	416.377	415.104	415.857	417.961	420.537	421.118	422.075	423.484	425.027	426.455	427.649
RESULTADOS DE EJERCICIOS ANTERIORES	(5.797.112)	(5.779.382)	(5.789.868)	(5.819.167)	(5.855.019)	(5.863.121)	(5.876.443)	(5.896.061)	(5.917.541)	(5.937.422)	(5.954.044)
SUPERAVIT POR VALORIZACIONES	19.414.104	19.354.727	19.389.844	19.487.964	19.608.030	19.635.163	19.679.778	19.745.476	19.817.412	19.883.993	19.939.657
TOTAL PATRIMONIO :	20.444.940	20.382.411	20.419.392	20.522.721	20.649.162	20.677.736	20.724.721	20.793.907	20.869.663	20.939.779	20.998.398
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO:	26.147.079	26.067.110	26.114.406	26.246.554	26.408.260	26.444.803	26.504.891	26.593.374	26.690.258	26.779.929	26.854.898

Anexo 2. Estado de resultados proyectado

EMPAQUES DEL CAUCA S.A.											
<i>Esfuerzo industrial con compromiso social</i>											
NIT 891.500.059 - 2											
ESTADO DE RESULTADOS											
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
INGRESOS OPERACIONALES											
Empaques de Fique	13.631.756	14.154.332	15.383.396	17.303.366	19.062.943	20.549.812	22.315.715	24.445.801	26.821.350	29.279.521	31.904.189
Empaques de Polifique	857.819	890.703	968.046	1.088.866	1.199.592	1.293.158	1.404.283	1.538.325	1.687.813	1.842.501	2.007.666
Telas de Fique	103.965	107.950	117.324	131.967	145.387	156.727	170.195	186.440	204.558	223.305	243.323
Cordelería	23.288	24.180	26.280	29.560	32.566	35.106	38.123	41.762	45.820	50.019	54.503
Venta de mercancías no fabricadas por la empresa	5.055	5.248	5.704	6.416	7.068	7.620	8.275	9.064	9.945	10.857	11.830
TOTAL INGRESOS OPERACIONALES :	14.621.882	15.182.415	16.500.751	18.560.174	20.447.557	22.042.423	23.936.589	26.221.392	28.769.486	31.406.203	34.221.511
DEVOLUCIONES EN VENTAS											
Devoluciones en ventas	37.167	38.592	41.943	47.177	51.975	56.029	60.843	66.651	73.128	79.830	86.986
TOTAL DEVOLUCIONES EN VENTAS	37.167	38.592	41.943	47.177	51.975	56.029	60.843	66.651	73.128	79.830	86.986
TOTAL INGRESOS OPERACIONALES NETOS :	14.584.716	15.143.823	16.458.808	18.512.997	20.395.582	21.986.394	23.875.746	26.154.741	28.696.358	31.326.373	34.134.525
COSTO DE VENTAS											
Empaques de Fique	11.013.694	11.435.906	12.428.921	13.980.148	15.401.788	16.603.094	18.029.845	19.750.835	21.670.145	23.656.209	25.776.794
Empaques de Polifique	477.712	496.025	539.096	606.380	668.042	720.148	782.032	856.679	939.928	1.026.072	1.118.051
Telas de Fique	47.195	49.004	53.260	59.907	65.999	71.147	77.260	84.635	92.860	101.370	110.457
Cordelería	21.749	22.582	24.543	27.606	30.414	32.786	35.603	39.002	42.792	46.714	50.901
Otros costos de ventas	23.593	24.498	26.625	29.948	32.994	35.567	38.623	42.310	46.422	50.676	55.219
TOTAL COSTO DE VENTAS	11.583.943	12.028.015	13.072.445	14.703.989	16.199.236	17.462.742	18.963.364	20.773.461	22.792.146	24.881.041	27.111.422
UTILIDAD BRUTA EN VENTAS :	3.000.773	3.115.808	3.386.363	3.809.008	4.196.346	4.523.652	4.912.382	5.381.280	5.904.212	6.445.332	7.023.103

GASTOS OPERACIONALES

ADMINISTRACION	961.986	998.864	1.085.598	1.221.089	1.345.262	1.450.189	1.574.808	1.725.127	1.892.768	2.066.240	2.251.461
Gastos de personal	553.179	574.385	624.261	702.174	773.578	833.915	905.576	992.015	1.088.415	1.188.168	1.294.678
Honorarios	93.598	97.186	105.625	118.808	130.889	141.099	153.224	167.849	184.160	201.038	219.060
Impuestos	67.218	69.795	75.855	85.323	93.999	101.331	110.039	120.542	132.256	144.377	157.319
Arrendamientos	9.410	9.771	10.619	11.944	13.159	14.185	15.404	16.875	18.514	20.211	22.023
Contribuciones y Afiliaciones	4.316	4.481	4.870	5.478	6.035	6.506	7.065	7.739	8.492	9.270	10.101
Seguros	10.873	11.290	12.270	13.802	15.205	16.391	17.800	19.499	21.394	23.354	25.448
Servicios	78.668	81.684	88.777	99.857	110.011	118.592	128.783	141.076	154.785	168.971	184.118
Gastos Legales	8.151	8.463	9.198	10.346	11.398	12.287	13.343	14.617	16.037	17.507	19.076
Mantenimiento y Reparaciones	11.497	11.998	12.974	14.594	16.078	17.332	18.821	20.618	22.621	24.695	26.908
Adecuaciones e Instalaciones	48.906	50.781	55.191	62.079	68.392	73.726	80.061	87.703	96.226	105.045	114.462
Gastos de Viaje	7.461	7.747	8.419	9.470	10.433	11.247	12.213	13.379	14.679	16.025	17.461
Depreciaciones	20.409	21.192	23.032	25.906	28.541	30.767	33.411	36.600	40.157	43.837	47.767
Amortizaciones	9.966	10.348	11.247	12.650	13.937	15.024	16.315	17.872	19.609	21.406	23.325
Diversos	38.333	39.803	43.259	48.658	53.606	57.788	62.753	68.743	75.424	82.336	89.717
VENTAS	782.440	812.435	882.981	993.184	1.094.181	1.179.525	1.280.885	1.403.148	1.539.501	1.680.596	1.831.247
Gastos de personal	228.887	237.661	258.298	290.536	320.081	345.046	374.697	410.463	450.350	491.624	535.694
Honorarios	3.277	3.402	3.698	4.159	4.582	4.940	5.364	5.876	6.447	7.038	7.669
Impuestos	15.974	16.587	18.027	20.277	22.339	24.081	26.151	28.647	31.431	34.311	37.387
Arrendamientos	305	317	344	387	427	460	500	547	601	656	714
Contribuciones y Afiliaciones	551	572	621	699	770	830	901	987	1.083	1.183	1.289
Seguros	7.208	7.485	8.135	9.150	10.080	10.867	11.800	12.927	14.183	15.483	16.871
Servicios	349.904	363.318	394.866	444.149	489.314	527.479	572.807	627.483	688.459	751.556	818.927
Mantenimiento y Reparaciones	229	237	258	290	320	345	374	410	450	491	535
Adecuaciones e Instalaciones	2.206	2.290	2.489	2.800	3.085	3.325	3.611	3.956	4.340	4.738	5.163
Gastos de Viaje	7.248	7.526	8.179	9.200	10.136	10.926	11.865	12.998	14.261	15.568	16.963
Depreciaciones	4.531	4.704	5.113	5.751	6.336	6.830	7.417	8.125	8.914	9.731	10.604
Diversos	85.342	88.613	96.308	108.328	119.344	128.652	139.708	153.043	167.915	183.305	199.736
Provisiones	76.779	79.722	86.644	97.458	107.369	115.744	125.690	137.687	151.067	164.912	179.695
TOTAL GASTOS OPERACIONALES:	1.744.426	1.811.299	1.968.579	2.214.274	2.439.443	2.629.714	2.855.693	3.128.275	3.432.269	3.746.836	4.082.709
UTILIDAD OPERACIONAL:	1.256.347	1.304.509	1.417.794	1.594.734	1.756.903	1.893.938	2.056.689	2.253.005	2.471.943	2.698.496	2.940.394
GASTOS NO OPERACIONALES											
Gastos Bancarios	8.281	8.598	9.345	10.511	11.580	12.483	13.556	14.850	16.293	17.786	19.381
Gravamen movimiento Financiero	66.642	69.197	75.205	84.592	93.194	100.463	109.096	119.509	131.122	143.140	155.971
Comisiones	30.337	31.500	34.236	38.508	42.424	45.733	49.663	54.404	59.691	65.161	71.002
Intereses	888.927	449.587	481.394	496.289	476.364	454.009	455.041	456.560	458.223	459.763	461.050
Descuentos Comerciales	5.907	6.133	6.666	7.498	8.260	8.905	9.670	10.593	11.622	12.688	13.825
Otros Egresos	116.363	120.824	131.315	147.705	162.725	175.417	190.491	208.674	228.952	249.935	272.340
TOTAL GASTOS NO OPERACIONALES:	1.116.457	685.840	738.161	785.103	794.548	797.010	827.517	864.590	905.904	948.473	993.569

INGRESOS NO OPERACIONALES											
Servicios	4.850	5.036	5.473	6.156	6.783	7.312	7.940	8.698	9.543	10.418	11.351
Financieros	2.868	2.977	3.236	3.640	4.010	4.323	4.694	5.142	5.642	6.159	6.711
Venta de Repuestos y Materia Prima	20.681	21.474	23.339	26.252	28.921	31.177	33.856	37.088	40.692	44.421	48.403
Diversos y Recuperaciones	82.919	86.098	93.574	105.253	115.956	125.000	135.742	148.699	163.149	178.102	194.067
Ingresos de ejercicios anteriores	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Recuperados de almacén	6.481	6.730	7.314	8.227	9.063	9.770	10.610	11.623	12.752	13.921	15.169
Arrendamientos	445.758	462.846	503.036	565.819	623.357	671.977	729.722	799.376	877.056	957.438	1.043.265
TOTAL INGRESOS NO OPERACIONALES:	563.557	585.161	635.972	715.347	788.090	849.559	922.564	1.010.625	1.108.834	1.210.458	1.318.966
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO DE RENTA	703.447	1.203.830	1.315.595	1.524.978	1.750.445	1.946.487	2.151.737	2.399.040	2.674.873	2.960.482	3.265.791
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PROVISIÓN PARA IMPUESTO DE RENTA	239.172	409.302	447.302	518.493	595.151	661.806	731.590	815.674	909.457	1.006.564	1.110.369
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO:	464.275	794.528	868.293	1.006.486	1.155.294	1.284.681	1.420.146	1.583.367	1.765.416	1.953.918	2.155.422