

VALORACION DE PULLMAN TOURS

ADRIANA CASTAÑO CAICEDO

ALBA LUCIA GIRALDO RESTREPO

Trabajo de Grado para optar por el título de
Magister en Finanzas

Director de Trabajo de Grado:

GUILLERMO BUENAVENTURA VERA

Universidad Icesi

Faculta de Ciencias Administrativas y económicas

Cali, junio 2016

TABLA DE CONTENIDO

	Pág.
EXECUTIVE SUMMARY	7
RESUMEN EJECUTIVO	9
INTRODUCCIÓN	11
1. PRESENTACIÓN DE LA EMPRESA.....	12
1.1 OBJETIVO DEL TRABAJO	12
1.2 PRESENTACIÓN DE LA EMPRESA.....	13
1.2.1 Pullman tours.....	13
1.2.2 Misión de Pullman Tours	14
2. ANALISIS ESTRATÉGICO PULLMAN TOURS.....	15
2.1 ANÁLISIS SECTORIAL DOFA.....	15
2.1.1 Debilidades	15
2.1.2 Fortalezas	16
2.1.3 Amenazas.....	16
2.1.4 Oportunidades	17
2.2 ANALISIS DE FUERZAS DE PORTER.....	18
2.2.1 Amenaza de entrada de nuevos competidores.....	18
2.2.2 Intensidad de la competencia	18
2.2.3 Amenaza de introducción de Productos Sustitutos.....	19
2.2.4 Poder de negociación con compradores.....	20
2.2.5 Poder de negociación con proveedores.....	20
3. ANÁLISIS FINANCIERO.....	21
3.1 INDICADORES FINANCIEROS	21
3.1.1 Comparativo histórico de Indicadores.....	21
3.1.2 Comparativo con competidores y sector.....	27
3.2 ANÁLISIS DUPONT.....	29
4. COSTO DE CAPITAL WACC	31
5. PROYECCIONES.....	33

5.1 SUPUESTOS DE PROYECCIÓN.....	33
6. VALORACIÓN	35
6.1 VALOR DE LA EMPRESA POR FLUJO DE CAJA DESCONTADO	35
7. CONCLUSIONES.....	39
BIBLIOGRAFÍA.....	41

LISTA DE TABLAS

	Pág.
Tabla 1. DOFA Pullman Tours.	17
Tabla 2. Empresas sector y valores anuales de ventas en millones de pesos.	19
Tabla 3. Comparativo Indicadores Financieros.....	22
Tabla 4. Comparativos Indicadores Financieros con Competencia.	28
Tabla 5. Cálculo de WACC	32
Tabla 6. Calculo del Flujo de Caja Libre (cifras en millones de pesos).....	36
Tabla 7. Cálculo del Valor de la Empresa.....	37
Tabla 8. Cálculo de Principales Indicadores.	38

LISTA DE FIGURAS

	Pág.
Figura 1. Índices de Actividad Históricos.	23
Figura 2. Índices de Liquidez Históricos.	24
Figura 3. Índices de Rentabilidad Históricos.....	25
Figura 4. Análisis Dupont.....	29
Figura 5. Proyección de Ventas y Egresos.	33

LISTA DE ANEXOS

	Pág.
ANEXO A. Balance General	42
ANEXO B. Estado de Resultados	43
ANEXO C. Proyección Activos.....	44
ANEXO D. Proyección Estado de Resultados.	46

EXECUTIVE SUMMARY

In the assessment made at the travel agency Pullman Tours, a value of the firm as of 31 of December 2016 of COP \$ 21,700 million are obtained, measured under the method of free cash flow and making a projection of its financial statements to 5 years .

The basic assumptions used for the valuation and projections correspond to:

- Revenue growth from 2016 to 2020 by 6.7% annually.
- Increase the FCF in perpetuity 18.9%
- Value of unlevered Beta of 1.06.
- Estimated value of WACC 9.4% in December 2015

COMPANY DESCRIPTION

Travel agency L'alianXa Pullman Tours was founded on August 23, 1977 under the name of Marvam Turismo Ltda has strategic alliances that allow you to expand coverage through its network coverage L'alianXa Travel Network, the first network global travel management which has 100 agencies in more than 20 countries in Latin America and more than 300 outlets. They are members of Globalstar Travel Management, one of the largest travel companies in the industry, with a presence in 63 countries.

HISTORICAL FINANCIAL INFORMATION

Information within the financial statements in the last two years shows that the income of Pullman Tours went from COP \$ 4,517,594 million to COP \$ 4,604,332 million in 2015, a notable increase in sales, while for those same periods net income went from COP \$ 182,525 million in 2014 to COP \$ 5,248 million in 2015. which would indicate at a glance that there is an increase in expenses that were not offset by the increase in sales.

Keywords : Rating , Tourism, Trade , WACC , Beta, Capital Structure.

RESUMEN EJECUTIVO

En la valoración efectuada a la agencia de viajes Pullman Tours, se obtiene un valor de la firma al 31 de diciembre de 2016 de COP \$21.700 millones, valorados bajo el método de flujo de caja libre y efectuando una proyección de sus estados financieros a 5 años.

Los supuestos básicos utilizados para la valoración y proyecciones corresponden a:

- Crecimiento de ingresos de 2016 a 2020 en un 6,7% anual.
- Crecimiento el Flujo de Caja Libre a perpetuidad de 18,9%
- Valor de Beta no apalancado de 1,06.
- Valor estimado del WACC a diciembre 2015 de 9,4%

DESCRIPCION DE LA EMPRESA

La agencia de Viajes Pullman Tours L´alianxa fue fundada el 23 de agosto de 1977 bajo la razón social de Turismo Marvam Ltda cuenta con alianzas estratégicas que le permiten ampliar la cobertura a través de su red de cubrimiento L´alianxa Travel Network, primera red mundial de administración de viajes que cuenta con 100 agencias en más de 20 países de América Latina y más de 300 puntos de venta. Son miembros de GlobalStar Travel Management, una de las compañías de viaje más importantes de la industria, con presencia en 63 países.

INFORMACIÓN FINANCIERA HISTÓRICA

Dentro de la información de los estados financieros en los últimos dos años se observa que los ingresos de Pullman Tours pasaron de ser COP \$4.517.594 millones a COP \$4.604.332 millones en el año 2015, notándose un incremento en las ventas, mientras que para esos mismos periodos la utilidad neta pasó de COP \$182.525 millones en el año 2014 a COP \$-5.248 millones en el año 2015. Lo cual indicaría a simple vista que existe un incremento en los gastos que no fueron compensados por el incremento en ventas.

Palabras claves: Valoración, Turismo, Comercio, WACC, Beta, Estructura de Capital

INTRODUCCIÓN

La valoración de la agencia de viajes Pullman Tours a diciembre 2015, se efectuó bajo el método de flujo de caja descontado, el cual fue elaborado por estudiantes que aspiran a obtener el título de magister en finanzas con el propósito de que sea una herramienta de análisis, consulta y aplicación de los conocimientos adquiridos durante el desarrollo de la Maestría. El principal factor motivacional para la elaboración del mismo, correspondió a brindar una visión del estado real y actual del negocio a los accionistas, al igual que brinda elementos claves a la Junta Directiva para la toma de decisiones estratégicas, en un mundo invadido de tecnología.

Dentro del trabajo de valoración de Pullman Tours se encontrará información relacionada con el sector de agencias de viajes, se analizan desde el punto de vista estratégico las oportunidades, fortalezas, debilidades y amenazas que existen actualmente para la agencia Pullman Tours, al igual que la información histórica de sus estados financieros y los datos correspondientes al año 2014 de la mejor agencia de viajes del país, mejor agencia de viajes a nivel mundial y el sector de agencias de viajes de Colombia, con el objeto de evidenciar cual es el posicionamiento de Pullman Tours frente a cada uno de éstas empresas de referencia, para finalmente establecer un valor a corte del año 2015 y proyectar los futuros valores de la empresa junto con sus determinados flujos de caja tanto del accionistas como de la propia empresa.

1. PRESENTACIÓN DE LA EMPRESA

1.1 OBJETIVO DEL TRABAJO

El objetivo al realizar la valoración de Pullman Tours es aplicar los conocimientos y herramientas de análisis adquiridos en el proceso de formación de la maestría en finanzas, que proporcionen un acercamiento al valor de la agencia de viajes Pullman Tours.

Lo anterior teniendo en cuenta que para la junta directiva y accionistas es una realidad que se deben implementar procesos innovadores dentro de la organización, pero actualmente no se cuenta con los datos claves para establecer el punto de inicio dentro de la implementación de estas nuevas estrategias. Por lo tanto éste estudio o valoración de la empresa sería el punto de partida para su ejecución.

1.2 PRESENTACIÓN DE LA EMPRESA.

A continuación se dará a conocer cuáles son las actividades que realiza Pullman Tours, al igual que su misión dentro del sector de agencias de viajes.

1.2.1 Pullman tours.

La agencia de Viajes Pullman Tours L´alianxa fue fundada el 23 de agosto de 1977 bajo la razón social de Turismo Marvam Ltda., siempre se ha perfilado como una de las agencias de viajes más importantes de Santiago de Cali en el sector Corporativo turístico brindando diferentes productos y servicios que involucran diferentes paquetes turísticos.

La agencia de viajes cuenta con alianzas estratégicas que le permiten ampliar la cobertura a través de su red de cubrimiento L´alianxa Travel Network, primera red mundial de administración de viajes que cuenta con 100 agencias en más de 20 países de América Latina y más de 300 puntos de venta. Son miembros de GlobalStar Travel Management, una de las compañías de viaje más importantes de la industria, con presencia en 63 países.

Pullman Tours L´alianxa cuenta con una oficina principal ubicada en Santiago de Cali, tres sucursales ubicadas en Hotel Dann, Ciudad Jardín, Centro Comercial

Palmas Mall, una Sucursal en la ciudad de Bogotá, y dos oficinas ubicadas en los aeropuertos Alfonso Bonilla Aragón en Santiago de Cali y en el Puente Aéreo entrada 4 en Bogotá.

1.2.2 Misión de Pullman Tours

Pullman Tours L'alianXa ofrece asesoría especializada en viajes de negocios y placer, garantizando a los clientes corporativos e individuales las mejores opciones que se ajusten a sus necesidades; contando con personal calificado y comprometido, tecnología avanzada, y proveedores debidamente seleccionados, brindando cobertura nacional e internacional, contribuyendo así con el incremento del turismo en Colombia y aportando beneficios a nuestros colaboradores y socios. (PULLMAN TOURS, Manual de Calidad Versión 10, 2014).

2. ANALISIS ESTRATÉGICO PULLMAN TOURS

Las agencias de viajes y turismo, efectúan una actividad que no se encuentra limitada únicamente a la distribución de servicios de tipo turístico, su razón de ser también se enfoca en ofrecer una atención integral a las necesidades de los usuarios, mediante asesorías integrales que incluyen: políticas migratorias a los destinos, información de requisitos de ingreso y recomendaciones asociadas al destino al cual se dirigen los viajeros. , por lo tanto es importante conocer el detalle del análisis estratégico que se presenta a continuación:

2.1 ANÁLISIS SECTORIAL DOFA

Dentro del análisis sectorial que se le efectúa a PULLMAN TOURS, se presenta una matriz DOFA (ver tabla 1) donde se relacionan los factores que intervienen en el entorno de la empresa.

2.1.1 Debilidades

Una de las principales debilidades que presenta actualmente Pullman Tours, corresponde al enfoque en el sector empresarial es decir la venta de tiquetes a empresas cuyos ejecutivos realizan viajes de negocios a nivel nacional e internacional, ya que se está dejando por fuera el mercado vacacional el cual

corresponde a los productos turísticos que se venden a las personas individualmente cuyo propósito es el disfrute con la familia a un destino que puede contener sol, playa, visita a monumentos religiosos o culturales, con el cual se podrían incrementar sus ventas. De igual manera se ha detectado que la cantidad de personal calificado con experiencia dentro del sector de agencias de viajes es poco a razón de que se requiere conocimientos propios del sector y durante la curva de aprendizaje los errores tienen costo, lo que dificulta la ampliación de personal para futuras expansiones.

2.1.2 Fortalezas

Gracias a las alianzas con grupos de agencias de viaje, se cuenta con presencia a nivel mundial, lo cual permite que a pesar de no contar con la autonomía de expansión debido a la falta de personal calificado, se logre incursionar en diferentes zonas del mundo. Por otro lado Pullman Tours cuenta con experiencia y conocimiento del mercado debido a su trayectoria a través de las décadas.

2.1.3 Amenazas

Sin lugar a duda una de las principales amenazas de las agencias de viajes se encuentra en el fenómeno del internet, el cual ha permitido el ingreso de nuevos

competidores en el mercado local y disminución de clientes que han modificado sus hábitos de compra presencial a virtual.

2.1.4 Oportunidades

Si bien es cierto se toma como debilidad la no atención del segmento vacacional, ésta se visualiza como oportunidad aprovechando el desarrollo de las TIC y los diferentes eventos a nivel mundial, tales como el Mundial de Futbol Rusia 2018.

Todos los anteriores puntos se pueden observar consolidados en la tabla 1.

Tabla 1. DOFA Pullman Tours.

<p style="text-align: center;">DEBILIDADES</p> <ul style="list-style-type: none"> - Enfoque a la atención Corporativa - Bajo poder de negociación con los proveedores - Poco personal calificado en el mercado - Recursos Financieros escasos - Procesos de Administracion y ventas intensos en mano de obra -Alta rotación de personal de ventas 	<p style="text-align: center;">AMENAZAS</p> <ul style="list-style-type: none"> -Las aerolíneas, estan llegando al mercado corporativo ofreciendo iguales y mejores servicios que las agencias de viajes -Portales Web -Disminución de precios por parte de la competencia -Ingreso de nuevos competidores al mercado local
<p style="text-align: center;">FORTALEZAS</p> <ul style="list-style-type: none"> -Experiencia y conocimiento del mercado -Tecnología propia -Presencia a nivel Mundial a través de Aliados -Creación de empleo 	<p style="text-align: center;">OPORTUNIDADES</p> <ul style="list-style-type: none"> -Eliminación de barreras de ingreso a los paises de la Union Europea -Devaluación del peso lo que favorece el ingreso de turistas extranjeros -Exoneración de IVA a Turistas Extranjeros -Preparacion para eventos mundiales, (Mundial de Futbol Rusia 2018) -Atención del segmento vacacional aprovechando el desarrollo de las TIC

Fuente. Plan Estratégico Pullman Tours 2016 – 2017.

2.2 ANALISIS DE FUERZAS DE PORTER

Teniendo en cuenta lo establecido por Porter, (MICHAEL PORTER, 2009) se analiza cada uno de los elementos que intervienen dentro del entorno competitivo de Pullman Tours de la siguiente forma:

2.2.1 Amenaza de entrada de nuevos competidores

Barreras de entradas: La principal y única barrera de entrada que existe actualmente en el país, corresponde a tener el permiso de emisión de tiquetes con las distintas aerolíneas. Para obtener el permiso se requiere cumplir con estándares financieros. Si es nuevo en el mercado se requiere una póliza. Este permiso se debe gestionar ante la Asociación Internacional de Transporte Aéreo (IATA) Esta solicitud de permiso se debe renovar cada año.

2.2.2 Intensidad de la competencia

Debido a la ampliación de cobertura de internet, los competidores han cambiado el canal de distribución de oficina a portales web logrando con esto llegar a más clientes, lo cual ha generado una competencia agresiva dentro del sector. Aunque

el mercado objetivo de Pullman Tours no son planes vacacionales quienes son los que más utilizan las plataformas web para la compra de viajes, a mediano plazo se ve afectado, porque muchas empresas están mirando su reducción de costos comprando a través de una página web.

A nivel nacional se pueden considerar como competidores actuales y potenciales a las siguientes 10 empresas presentadas en la tabla 2, de acuerdo con el ranking en ventas, estando Pullman Tours para los años 2013 y 2014 en el puesto 44.

Tabla 2. Empresas sector y valores anuales de ventas en millones de pesos.

RAZON SOCIAL	R2014	2014	R2013	2013	R2012	2012
AGENCIA DE VIAJES Y TURISMO AVIATUR S A	1	157.742,00	1	151.101,00	1	164.470,00
PLASTIQUIMICA S A.S	2	102.819,00	2	86.173,80	2	85.111,70
SERVICIOS ONLINE SAS	3	59.489,80			7	20.186,70
PRICE RES SAS	4	35.940,00	7	18.714,00		
PANAMERICANA DE VIAJES L'ALIANXA LTDA	5	24.859,90	4	26.108,80	4	22.489,40
CIRCULO DE VIAJES UNIVERSAL S A	6	24.098,70	3	26.678,60	3	24.151,50
CASA DEL TURISMO CALI LTDA	7	21.729,20	11	14.709,30	20	6.354,61
AGENCIA DE VIAJES Y TURISMO CIELOS ABIERTOS LTDA	8	20.695,80	5	25.881,90	6	20.553,30
CARLSON WAGONLIT COLOMBIA S.A.	9	20.166,00	9	15.927,30	8	16.272,30
COMPANIA DE ASISTENCIA AL VIAJERO DE COLOMBIA LTDA	10	19.093,90	8	16.897,30	9	14.829,00

Fuente. Gestor Comercial de Crédito, Universidad ICESI.

2.2.3 Amenaza de introducción de Productos Sustitutos

En el mercado del turismo, especialmente en el servicio que prestan las agencias de viajes, se observa que en la actualidad existen productos sustitutos tales como, la compra de planes vacacionales directamente a los proveedores, aerolíneas y

hoteles por separado tales como: Avianca, Los tiquetes más baratos, booking, entre otros. De igual manera el viaje no programado se puede considerar un sustituto al servicio que presta la agencia de viajes. Otro ejemplo de introducción de producto sustituto se puede observar cuando el usuario efectúa viajes sin programación turística y accede a los puntos de información de la ciudad de destino y selecciona la ruta que mejor se acomoda a su necesidad.

2.2.4 Poder de negociación con compradores

El poder de negociación que tienen los compradores es bajo, en los casos de clientes corporativos, a razón de que la agencia de viajes es la que determina los parámetros de la venta y formas de pagos. En los casos de negociación con entidades estatales el poder del comprador es fuerte, ya que son éstas quienes ponen las condiciones dentro de sus procesos licitatorios.

2.2.5 Poder de negociación con proveedores.

El poder de negociación de los proveedores es alto, ya que las aerolíneas, hoteles buscan llegar directamente al cliente y la agencia de viajes se convierte en una competencia directa.

3. ANÁLISIS FINANCIERO

3.1 INDICADORES FINANCIEROS

Teniendo en cuenta los estados financieros de Pullman Tours, correspondientes a los años 2009 a 2015, se procede a realizar el cálculo de los principales indicadores financieros para efectos de ser comparados contra los siguientes referentes:

- a. Resultados año 2014 principal competidor a nivel nacional
- b. Resultados año 2014 principal competidor a nivel internacional
- c. Resultados año 2014 Sector de agencias de viajes

3.1.1 Comparativo histórico de Indicadores.

Teniendo en cuenta los estados financieros de los últimos 5 años, los principales indicadores se observan en la tabla 3:

Tabla 3. Comparativo Indicadores Financieros.

FECHAS		2011	2012	2013	2014	2015
INDICES DE LIQUIDEZ	Razón Corriente	1.52	1.35	1.22	1.23	1.26
	Prueba Acida	1.52	1.35	1.22	1.23	1.26
INDICE DE ACTIVIDAD	Rotación de Inventarios	0	0	0	0	0
	Periodo Medio de Cobro	17.69	18.19	19.11	17.33	14.17
	Periodo Medio de Pago	21.94	31.35	44.90	54.86	18.16
INDICE DE DEUDA	Apalancamiento Financiero	0.83	0.94	1.04	1.03	1.13
	Razón de Endeudamiento	45.4%	48.3%	51.1%	50.8%	53.0%
	Razón de Capitalización	12.0%	10.8%	4.4%	3.3%	6.7%
INDICE DE RENTABILIDAD	Margen de Utilidad Bruta (MUB)	25.52%	21.89%	24.26%	29.17%	27.41%
	Margén de Utilidad Operativa (MUO)	2.40%	0.19%	3.72%	10.04%	5.94%
	Margen de Utilidad Neta (MUN)	0.72%	-0.99%	2.38%	4.04%	-0.11%
	Rendimiento Neto de los Activos (ROA) (ROI)	0.62%	-0.87%	1.86%	3.49%	-0.09%
		2.05%	0.16%	2.91%	8.69%	4.91%
	Rendimiento del Capital Propio (ROE)	1.13%	-1.69%	3.80%	7.10%	-0.20%
RAZONES DE VALOR DE MERCADO	Utilidad por Acción(UPA)	\$1,240.10	\$(1,821.25)	\$4,595.40	\$9,126.25	\$ (262.40)
	Dividendo por Acción (DPA)	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
	Razón Precio / Ganancia (RPG)	\$ 8.06	\$ (5.49)	\$ 2.18	\$ 1.10	\$ (38.11)
	Precio Contable por Acción (PCA)	\$ 10,000	\$ 10,000	\$ 10,000	\$ 10,000	\$ 10,000
	Razón V. Mercado/V. Libros (RPM/L)	\$ 1	\$ 1	\$ 1	\$ 1	\$ 1

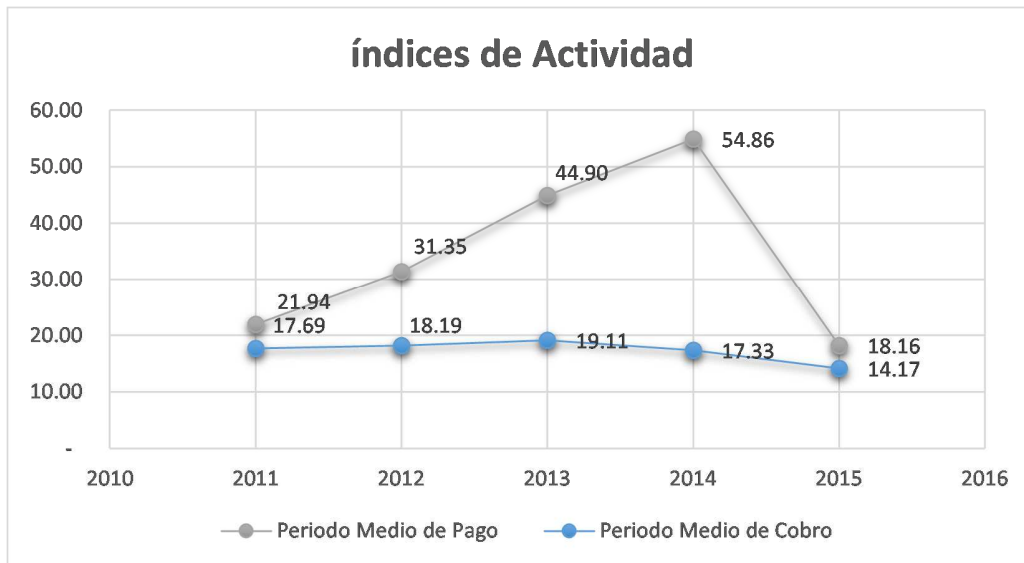
Fuente: Estados Financieros Pullman Tours.

Para el año 2015, se observa un resultado desfavorable respecto al promedio en la utilidad por acción, lo cual es equivalente teniendo en cuenta que durante dicho periodo la utilidad neta fue negativa. Lo cual es consistente con los datos relacionados con el margen de utilidad neta y el ROE de dicho periodo.

En los indicadores restantes se observa que el comportamiento ha sido similar en el año 2015 respecto a su promedio, lo cual indica que la empresa venía conservando su comportamiento hasta el año 2014, y se ve afectada por el aumento

de los gastos en el último año los cuales no fueron proporcionales al incremento en ventas.

Figura 1. Índices de Actividad Históricos.



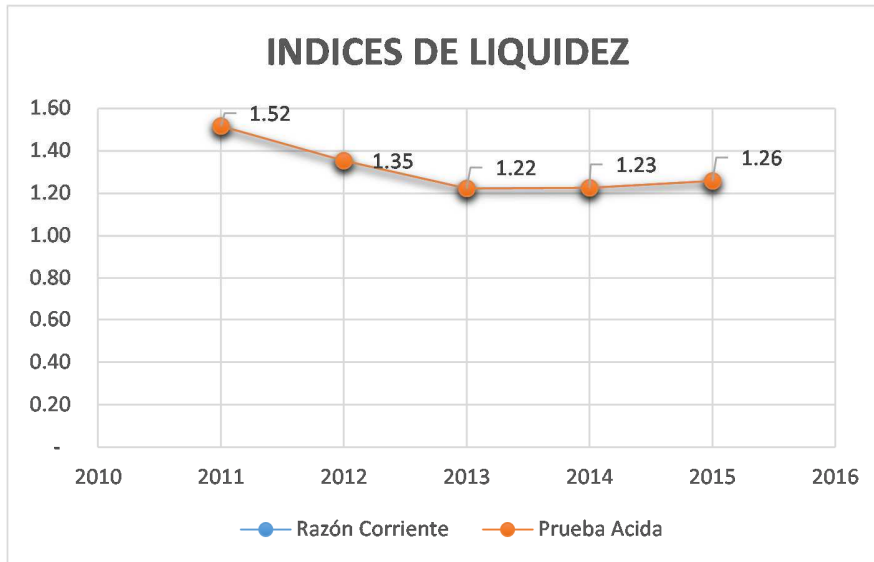
Fuente: Autor.

De acuerdo con lo observado en la gráfica de indicadores de actividad podemos determinar que Pullman Tours está siendo eficiente en la operación ya que se evidencia un periodo medio de cobro de menos días al periodo medio de pago lo que permite que la compañía tenga recursos de sus clientes para financiarse en el corto plazo.

El resultado obtenido en el indicador de periodo medio de cobro refleja las políticas de cartera establecidas por la compañía, la cual mantiene la mayor cantidad de ventas con forma de pago Tarjeta de Crédito, y en menor porcentaje créditos con plazos a 8 días.

En relación al periodo medio de pago los resultados muestran las políticas de crédito de los proveedores para el sector, los cuales están entre 8 y 30 días.

Figura 2. Índices de Liquidez Históricos.

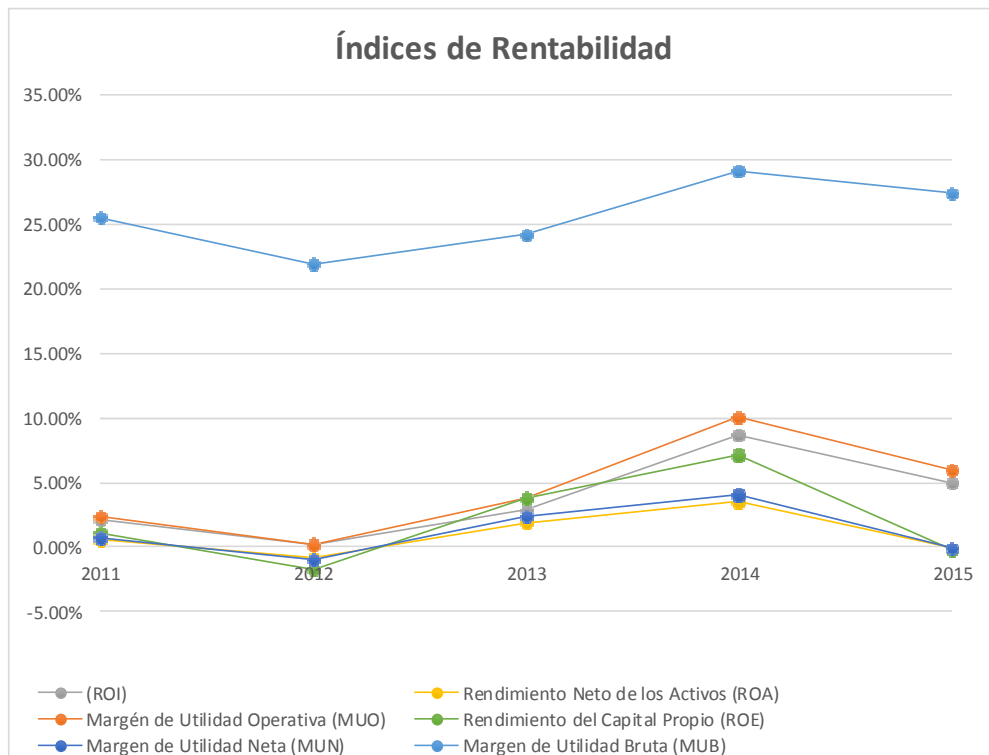


Fuente: Autor.

Dentro del análisis de los indicadores de liquidez, se observa que dado que la compañía no posee inventarios, el resultado para los indicadores de razón corriente y prueba ácida es igual. Estas cifras muestran que la compañía tiene capacidad de cobertura de sus pasivos en el corto plazo, porque por cada peso del pasivo cuenta con más de un peso en el activo para responder.

Según los resultados obtenidos para la compañía el nivel de deuda ha tenido un incremento, viendo disminuido el capital de trabajo, sin embargo la empresa se mantiene en los niveles del sector, lo cual se puede observar en la tabla 4.

Figura 3. Índices de Rentabilidad Históricos



Fuente: Autor.

Frente a los indicadores de rentabilidad se observa una tendencia decreciente para el año 2015, la cual no obedece a algún tema coyuntural de la agencia de viajes Pullman Tours, sino que es un comportamiento que se observa en el sector.

A continuación se detalla el análisis observado en cada tipo de indicador de rentabilidad:

- ✓ ROA: Rentabilidad de Activo, el comportamiento de este indicador nos muestra que los activos totales de la compañía, no están contribuyendo en mayor medida a la generación de utilidades.

De acuerdo al comportamiento observado en la tabla 4, esta tendencia se repite para todo el sector.

- ✓ ROE: Rendimiento de Capital: La contribución del patrimonio de la empresa a la generación de utilidades para Pullman Tours se encuentra en niveles inferiores a los observados en el sector, para los años 2012 y 2015, el rendimiento del patrimonio para los accionistas presenta valores negativos.
- ✓ MARGEN DE UTILIDAD BRUTA: El comportamiento de este indicador nos muestra el año de mayor eficiencia en términos de costos y generación de ingresos el cual se presentó en el año 2014, donde se logra obtener un ingreso mayor, manteniendo un nivel de costos moderado.
- ✓ MARGEN DE UTILIDAD OPERATIVA: La compañía muestra una mejora en el comportamiento de este indicador para los años 2014 y 2015, consecuente con el indicador de MARGEN DE UTILIDAD BRUTA, para el año 2014 este mostro su mejor resultado, debido a que la empresa logro incrementar sus ventas en un 17% en relación al año 2013, en tanto que sus gastos operacionales solo crecieron un 9%, en relación al año inmediatamente anterior.
- ✓ MARGEN DE UTILIDAD NETA: El resultado obtenido nos muestra como los gastos no operacionales en los años 2013 y 2014 afectan el buen comportamiento de la compañía respecto a su rentabilidad en términos operativos.

Para el 2015, a pesar de obtener un incremento en los ingresos estos no compensaron los incrementos que tuvieron los gastos, por lo tanto el resultado al final del ejercicio es negativo, lo que muestra que la compañía no ha sido eficiente en la generación de utilidades.

3.1.2 Comparativo con competidores y sector.

Para conocer cómo se encuentra la situación financiera de Pullman Tours respecto a la competencia, se efectúa el comparativo correspondiente al periodo 2014, con la mejor empresa a nivel mundial, la cual corresponde a Expedia agencia de viaje que tiene sus oficinas centrales en Estados Unidos, y presencia en 31 países.

Desde el punto de vista de la mejor empresa a nivel nacional, se compara con Aviatur, respecto el análisis del sector con el uso del Gestor Comercial de Crédito que provee la Universidad Icesi se identifican 245 agencias de viajes que operan en Colombia.

La información que se describe como “S/D” corresponde a datos que no fueron suministrados dentro de la base de datos proporcionada por la Universidad Icesi.

Tabla 4. Comparativos Indicadores Financieros con Competencia.

		Año 2014			
		PULLMAN	EXPEDIA	AVIATUR	SECTOR
INDICES DE LIQUIDEZ	Razón Corriente	1.23	0.70	1.03	1,08
	Prueba Acida	1.23	0.70	1.03	1,05
INDICE DE ACTIVIDAD	Rotación de Inventarios	0	0	0	S/D
	Periodo Medio de Cobro	17.33	49.29	50.33	S/D
	Periodo Medio de Pago	54.86	230.37	218.25	S/D
INDICE DE DEUDA	Apalancamiento Financiero	1.03	3.76	6.12	271,60%
	Razón de Endeudamiento	50%	79%	86%	73,08%
	Razón de Capitalización	0.03	60.8%	0.7%	S/D
INDICE DE RENTABILIDAD	Margen de Utilidad Bruta	29.17%	18.91%	54.34%	65,91%
	Margen de Utilidad Operativa	5.94%	8.98%	3.25%	8,23%
	Margen de Utilidad Neta	4.04%	6.91%	0.83%	2,66%
	Rendimiento Neto de los Activos	3.49%	4.41%	1.55%	1,79%
	Rendimiento del Capital Propio.	7.10%	21.02%	11.02%	6,65%

Fuente. Gestor Comercial de Crédito, Universidad ICESI.

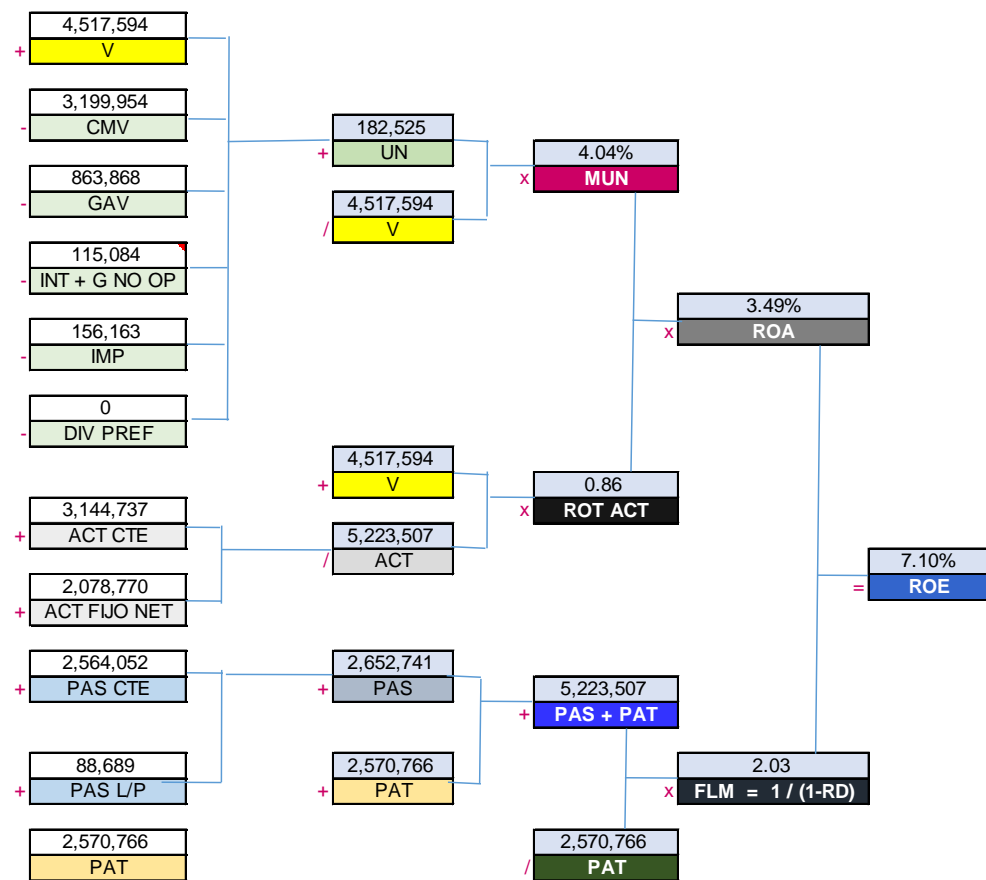
En relación al comparativo con las diferentes empresas y el sector se puede observar que Pullman Tours un bajo periodo medio de cobro comparado con el sector, y un nivel de endeudamiento inferior al sector, lo que significa que tienen una amplia capacidad para endeudarse en caso de requerir recursos adicionales para proyectos de expansión.

3.2 ANÁLISIS DUPONT.

El análisis por Sistema Dupont efectuado para el año 2014, nos permite apreciar que el ROE es afectado principalmente por tres componentes:

- La eficiencia económica.
- La eficiencia operativa
- El apalancamiento.

Figura 4. Análisis Dupont.



Fuente. Guía de análisis financiero Guillermo Buenaventura.

De acuerdo a los resultados obtenidos en los tres indicadores que recoge el sistema Dupont y comparados con el sector para el año 2014, se puede evidenciar que Pullman Tours frente al apalancamiento financiero se encuentra con el indicador más bajo frente a la competencia. Frente al rendimiento de los activos se encuentra dentro del estándar del sector y finalmente en el margen de utilidad neta para el periodo 2014 frente al sector refleja la capacidad para generar utilidades.

Durante el año 2014, Pullman Tours presenta unos indicadores que se encuentran dentro de los mejores del mercado.

4. COSTO DE CAPITAL WACC

Para el cálculo del costo promedio ponderado de la deuda financiera y el patrimonio de la firma denominado WACC, se han tenido en cuenta las siguientes consideraciones:

- El beta, no apalancado se obtuvo del promedio de la información de los betas no apalancados de Icesi para el tipo de empresa: Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc (s&p) y el beta y Univalle en el sector de Turismo. Estos datos a febrero de 2016 fueron 1.13 (Icesi) y 0.99 (Univalle), para un promedio a emplear durante el ejercicio de 1,06.
- La tasa libre de riesgo para Colombia se tomó de acuerdo a la rentabilidad actual de los TES a 10 años reportada por la página www.grupoaval.com , a razón que la empresa tiene vocación de largo plazo, lo que da como resultado: 9,01% (información del día 12 de febrero de 2016)
- La prima de mercado tiene como fuente los datos del IGBC a corte del 12 de febrero de 2016, obteniendo un resultado de: 16,05%
- Para el cálculo del valor K_d , se tomó únicamente el valor de intereses del total de gastos financieros del estado de resultados actuales, donde se evidencia que la empresa en el corto plazo no incrementará su deuda con entidades financieras.

- Para el cálculo del beta correspondiente a la empresa se trabajó con el pasivo total que corresponde a COP 2.952.371 millones, lo cual genera un beta para la empresa de: 1.55.

En la siguiente tabla se detallan los resultados obtenidos de los cálculos mencionados anteriormente:

Tabla 5. Cálculo de WACC

Rf =	9,01%
Rm =	16,05%

D =	364.624
Dtotal =	2.952.371
Pa	10.000
Na =	20.000
E =	2.613.100
AT =	5.565.471
rD =	0,5305
T =	59,16%
b0 UNIVALLE	0,99
b0 ICESI	1,13
b0 Promedio	1,06

b	1,55
---	------

ke	0,20
----	------

D prom	286.124
--------	---------

kd =	0,08%
------	-------

WACC =	9,38%
--------	-------

Fuente: Autor.

Con el resultado de WACC de 9.38% sirve de referencia para el análisis y modelo de evaluación de factibilidad financiera de los proyectos de la empresa o para efectuar el cálculo del valor del mercado, al ser utilizado como el costo de oportunidad. De igual manera es insumo para el cálculo de la generación de riqueza (EVA y ROIC).

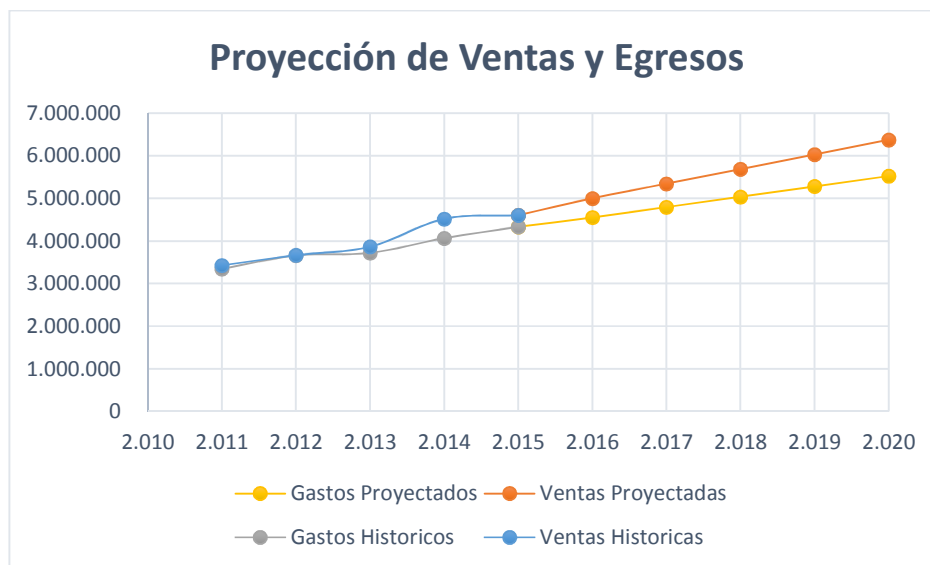
5. PROYECCIONES

Con el objeto de valorar la empresa en el periodo actual y para los próximos 5 años, se efectúan unas proyecciones tanto en las ventas como en los balances, logrando así un cálculo de flujo de caja descontado.

5.1 SUPUESTOS DE PROYECCIÓN.

Para el cálculo de las proyecciones de ventas se efectúa un análisis de tendencias para los ingresos y egresos basadas en los datos históricos y proyectados al año 2020, las cuales se detallan a continuación, tal como se muestra en la figura 4.

Figura 5. Proyección de Ventas y Egresos.



Fuente: Autor.

En relación a la tasa de interés que ha venido manejando Pullman Tours en sus estados financieros la cual ha sido baja y dado las condiciones del mercado donde se requiere de innovar en desarrollos de nuevos productos que garanticen el incremento en ventas y el sostenimiento en el mercado, no se puede valorar con tendencia, por lo tanto se estima un endeudamiento a largo plazo a una tasa del 20% EA.

La proyección tanto de balance como de estados financieros detallada se observa en los anexos 3,4 y 5.

6. VALORACIÓN

6.1 VALOR DE LA EMPRESA POR FLUJO DE CAJA DESCONTADO

El método utilizado para la valoración corresponde a flujo de caja libre, utilizando el escenario de proyecciones efectuadas para los años 2016 a 2020 de acuerdo a la tendencia de los últimos 5 años.

El resultado de la valoración por flujo de caja descontado da como resultado un valor de empresa para Pullman Tours de COP 21.700.442 millones para el año 2016 con un crecimiento al año 2010 de COP \$ 43.432.591 millones dadas las condiciones de proyección (ver tabla 7).

El valor de continuidad de la compañía con un gradiente a perpetuidad al año 2010 corresponde a COP 43.432.591 millones (ver tabla 7).

Tabla 6. Calculo del Flujo de Caja Libre (cifras en millones de pesos).

E/R y Partidas del Balan	año	2015	2016	2017	2018	2019	2020
VENTAS	\$/año	4.604.332	4.999.774	5.342.600	5.685.427	6.028.254	6.371.081
GASTOS VENTAS	\$/año	3.342.131	3.551.489	3.742.935	3.934.381	4.125.826	4.317.272
DEPRECIACIÓN	\$/año	0	5.600	5.600	5.600	5.600	5.600
COSTO ADMVOS	\$/ud	988.770	994.702	1.045.680	1.096.657	1.147.635	1.198.613
COSTO TOTAL	\$/año	4.330.901	4.551.791	4.794.214	5.036.638	5.279.061	5.521.485
UTILIDAD OPERATIV	\$/año	273.431	447.983	548.386	648.789	749.192	849.596
INTERESES	\$/año	230	124.475	146.041	167.607	189.174	210.740
UTILIDAD GRAVABLE	\$/año	273.201	323.508	402.345	481.182	560.019	638.856
IMPUESTOS	\$/año	100.684	102.079	126.955	151.831	176.707	201.583
UTILIDAD NETA	\$/año	172.517	221.429	275.390	329.351	383.312	437.273
COSTO DE VENTAS	(%)	72,59%	71,03%	69,93%	68,82%	67,71%	66,61%
TASA DE IMPUESTO	(%)	36,85%	31,55%	31,55%	31,55%	31,55%	31,55%
DEUDA	\$	553.089	622.375	730.206	838.037	945.868	1.053.700
ACTIVO CTE	\$	3.477.563	3.776.232	4.035.163	4.294.093	4.553.024	4.811.954
ACTIVO FIJO	\$	2.087.908	2.275.322	2.395.952	2.516.583	2.637.214	2.757.844
ATIVO TOTAL	\$	5.565.471	6.051.554	6.431.115	6.810.676	7.190.237	7.569.799
INTERÉS	%a	0,04%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
DEPRECIACIÓN	\$		5.600	5.600	5.600	5.600	5.600
INT (1-T)	\$		85.198	99.960	114.721	129.482	144.244
CTNO	\$	751.780	816.346	872.322	928.298	984.273	1.040.249
DCTNO	(%)		8,59%	6,86%	6,42%	6,03%	5,69%
DCTNO	\$		64.566	55.976	55.976	55.976	55.976
DAFB	\$		193.014	126.231	126.231	126.231	126.231
DD	\$		69.286	107.831	107.831	107.831	107.831
FCL	\$		54.647	198.743	267.466	336.188	404.910

Fuente: Autor.

Tabla 7. Cálculo del Valor de la Empresa

E/R y Partidas del Balance	año	2015	2016	2017	2018	2019	2020
DEPRECIACIÓN	\$		5.600	5.600	5.600	5.600	5.600
INT (1-T)	\$		85.198	99.960	114.721	129.482	144.244
CTNO	\$	751.780	816.346	872.322	928.298	984.273	1.040.249
DCTNO	(%)		8,59%	6,86%	6,42%	6,03%	5,69%
DCTNO	\$		64.566	55.976	55.976	55.976	55.976
DAFB	\$		193.014	126.231	126.231	126.231	126.231
DD	\$		69.286	107.831	107.831	107.831	107.831
FCL	\$		54.647	198.743	267.466	336.188	404.910
FCL ACCIONISTA	\$		38.734	206.615	260.576	314.537	368.498
WACC	%a	9,4%					
KE	%a	19,9%					
g	%a			433,41%	26,12%	20,71%	17,16%
g perpetuo	%a						18,9%
VC	\$						43.432.591
FCL ACCIONISTA CON VC	\$		38.734	206.615	260.576	314.537	43.801.088
VALOR EMPRESA	2016	\$ 18.124.881	\$ 21.700.442	\$ 25.821.128	\$ 30.709.562	\$ 36.518.840	\$ 43.432.591

Fuente: Autor.

Dadas las condiciones de los cálculos efectuados para el valor de la empresa, se efectúa el cálculo de los principales indicadores proyectados tales como: el margen ebitda y el valor económico agregado - EVA. (Ver tabla 8).

Tabla 8. Cálculo de Principales Indicadores.

E/R y Partidas del Balance		2015	2016	2017	2018	2019	2020
PATRIMONIO	\$	\$ 18.124.881	\$ 21.700.442	\$ 25.821.128	\$ 30.709.562	\$ 36.518.840	\$ 43.432.591
UN	\$	172.517	221.429	275.390	329.351	383.312	437.273
ROE	%a	0,95%	1,02%	1,07%	1,07%	1,05%	1,01%
RPG	veces	105,06	98,00	93,76	93,24	95,27	99,33
UTILIDAD OPERATIVA	\$	273.431	447.983	548.386	648.789	749.192	849.596
DEPRECIACIÓN	\$	0	5.600	5.600	5.600	5.600	5.600
VENTAS	\$	4.604.332	4.999.774	5.342.600	5.685.427	6.028.254	6.371.081
EBITDA	\$	273.431	453.583	553.986	654.389	754.792	855.196
VALOR / EBITDA	veces	66,29	47,84	46,61	46,93	48,38	50,79
MARGEN EBITDA	%a	5,94%	9,07%	10,37%	11,51%	12,52%	13,42%
UTILIDAD OPERATIVA	\$	273.431	447.983	548.386	648.789	749.192	849.596
TASA DE IMPUESTOS	%	36,85%	31,55%	31,55%	31,55%	31,55%	31,55%
NOPAT	\$	172.662	306.627	375.350	444.072	512.794	581.516
ACTIVOS TOTALES	\$	5.565.471	6.051.554	6.431.115	6.810.676	7.190.237	7.569.799
EVA	\$	(\$ 349.387)	(\$ 261.017)	(\$ 227.898)	(\$ 194.780)	(\$ 161.661)	(\$ 128.542)

Fuente: Autor.

De acuerdo con los planteamientos del ejercicio y la teoría del EVA, la empresa Pullman Tours está destruyendo valor para casi todos los periodos analizados, lo cual es consistente dada la situación del mercado actual. Por lo tanto es importante que de acuerdo con las proyecciones se inicie con la inversión de nuevas estrategias para aumentar su competitividad.

7. CONCLUSIONES

Pullman Tours, se encuentra en un periodo decisivo en relación a las nuevas tendencias que impone el efecto Internet dado que cada vez los individuos recurren más a este medio para informarse y realizar sus compras de viajes, lo que implica que debe reevaluar los proyectos a corto plazo enfocándose en la búsqueda de otros medios que le permitan llegar a ésta clase de consumidores, con el fin de estabilizar sus finanzas y garantizar la sostenibilidad en el mediano y largo plazo.

Es necesaria la inversión en nuevas tecnologías e innovación de productos que garanticen el crecimiento en ventas. De no lograrse éste cambio la empresa no resistiría al mediano plazo dadas las condiciones actuales del mercado, por lo tanto se requiere implementar canales a través de los cuales puedan llegar a más consumidores. Actualmente éste sector ha venido realizando inversiones en desarrollos tecnológicos como páginas web, la cual les permite acceder a un mayor número de consumidores a un menor costo.

Dada la propuesta de implementar las estrategias que corresponde a constituirse en una empresa de ventas por internet, se deben superar los percances obtenidos en el pasado en relación a los fraudes electrónicos que se presentaron en la etapa inicial de éste nuevo proyecto.

El resultado de la valoración de Pullman Tours a diciembre 31 de 2016, corresponde a COP \$21.700.442 millones el cual fue obtenido mediante el método de flujo de caja descontado, nos muestra que la compañía tiene la capacidad de generar flujos de fondos para sus accionistas, siempre y cuando efectúa inversiones en nuevos desarrollos y en el control adecuado de sus gastos.

BIBLIOGRAFÍA

ALIANZA PACIFICO. (Primer Trimestre de 2015). *Alianza Pacífico.net*. Obtenido de <https://alianzapacifico.net/que-es-la-alianza/#la-alianza-del-pacifico-y-sus-objetivos>.

Aramberri, J. (agosto - septiembre de 2006). *DIALNET*. Obtenido de <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=2037077>.

ASOCIACION COLOMBIANA DE AGENCIAS DE VIAJES Y TURISMO . (febrero de 2016). <http://anato.org/>. Obtenido de noticias: www.anato.org/es/noticias

ESPAÑOLA, D. D. (s.f.). www.rae.es. Obtenido de <http://www.rae.es/obras-academicas/diccionarios/diccionario-de-la-lengua-espanola>

GUILLERMO BUENTAVENTURA - DELIA MARIA GALLARDO VARGAS. (2011). *METODOLOGIA PARA EL CALCULO DEL WACC Y SU APLICABILIDAD EN LA VALORACION DE INVERSIONES DE CAPITAL, EN EMPRESAS NO COTIZANTES EN BOLSA*. Tesis de Grado, Santiago de Cali.

MICHAEL PORTER. (2009). *ESTRATEGIA COMPETITIVA* . Piramide.

PULLMAN TOURS. (2014). *Manual de Calidad Versión 10*. Santiago de Cali.

TOURS, P. (febrero de 2016). ESTADOS FINANCIEROS 2009 A 2015. *ESTADOS FINANCIEROS PULLMAN TOURS*. Santiago de Cali.

UNIVERSIDAD ICESI, & GESTOR COMERCIAL Y DE CREDITO. (Marzo de 2015). *Agencias de Viajes*. Santiago de Cali, Colombia: Universidad Icesi.

ANEXOS

ANEXO A. Balance General

TURISMO MARVAM LTDA - PULLMAN TOURS LALIANXA							
BALANCE GENERAL A DICIEMBRE 31 DE 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2015 y 2015							
PRESENTADO EN MILES DE PESOS							
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ACTIVO							
ACTIVO CORRIENTE							
Efectivo	717,741	386,317	725,095	478,314	735,016	561,221	875,472
Cuentas por Cobrar	2,154,480	2,005,528	1,575,753	1,860,284	2,203,097	2,563,224	2,581,350
Gastos pagados por Anticipado	6,546	11,456	3,196	3,393	4,948	4,853	13,576
Cargos Diferidos	21,963	15,598	4,406	32,513	9,301	15,439	7,165
	28,509	27,054	7,602	35,906	14,249	20,292	20,741
TOTAL DEL ACTIVO CORRIENTE	2,900,730	2,418,899	2,308,450	2,374,504	2,952,362	3,144,737	3,477,563
ACTIVO NO CORRIENTE							
Inversiones	708,798	807,823	873,662	955,708	979,912	1,013,744	934,336
Propiedad Planta y Equipo							
Propiedad Planta Y Equipo Neto	218,891	210,006	213,386	237,791	242,913	299,960	340,924
Valorizaciones	410,786	410,402	460,752	473,365	654,753	649,872	697,454
	629,677	620,408	674,138	711,156	897,666	949,832	1,038,378
Intangibles	47,330	52,867	33,217	13,063	0	0	0
TOTAL DEL ACTIVO NO CORRIENTE	1,488,999	1,596,292	1,696,211	1,795,121	1,992,772	2,078,770	2,087,908
TOTAL DEL ACTIVO	4,389,729	4,015,191	4,004,661	4,169,625	4,945,134	5,223,507	5,565,471
PASIVO Y PATRIMONIO							
PASIVO:							
PASIVO CORRIENTE							
TOTAL PASIVO CORRIENTE	1,933,015	1,577,519	1,521,428	1,753,773	2,412,928	2,564,052	2,763,906
PASIVO LARGO PLAZO							
TOTAL PASIVO LARGO PLAZO	317,192	319,312	297,192	261,096	111,597	88,689	188,465
TOTAL PASIVOS	2,250,207	1,896,831	1,818,620	2,014,869	2,524,525	2,652,741	2,952,371
PATRIMONIO							
TOTAL DEL PATRIMONIO	2,139,522	2,118,360	2,186,041	2,154,756	2,420,609	2,570,766	2,613,100
TOTAL PASIVO MAS PATRIMONIO	4,389,729	4,015,191	4,004,661	4,169,625	4,945,134	5,223,507	5,565,471

ANEXO B. Estado de Resultados

TURISMO MARVAM LTDA - PULLMAN TOURS LALIANXA							
ESTADO DE RESULTADOS DE ENERO 1 A DICIEMBRE 31 DE 2009,2010,2011,2012,2013 y 2014							
PRESENTADO EN MILES DE PESOS							
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
INGRESOS OPERACIONALES							
Ingresos Aerolineas	838,895	548,222	738,552	702,901	839,465	999,617	745,186
Comisiones Varias	2,315,657	2,556,499	2,689,626	2,738,734	3,025,264	3,517,977	3,859,146
Ingresos Lalianxa	311,557	129,559	0	224,037	0	0	0
TOTAL INGRESOS OPERACIONALES	3,466,109	3,234,280	3,428,178	3,665,672	3,864,729	4,517,594	4,604,332
COSTOS DE VENTAS							
GASTOS OPERACIONALES							
TOTAL GASTOS OPERACIONALES	3,202,498	3,204,460	3,346,026	3,658,805	3,720,919	4,063,822	4,330,901
UTILIDAD Y/O PERDIDA OPERACIONAL	263,611	29,820	82,152	6,867	143,810	453,772	273,431
INGRESOS NO OPERACIONALES							
TOTAL INGRESOS NO OPERACIONALES	193,537	138,307	145,917	147,677	184,955	167,537	298,205
GASTOS NO OPERACIONALES							
TOTAL GASTOS NO OPERACIONALES	177,762	155,762	153,691	153,698	152,176	282,621	476,200
UTILIDAD ANTES DE AJUSTE E IMPUESTOS	279,386	12,365	74,378	846	176,589	338,688	95,436
UTIL. Y/O PERDIDA ANTES DE IMPUESTOS	279,386	12,365	74,378	846	176,589	338,688	95,436
PROVISION IMPUESTO DE RENTA	(129,190)	(33,141)	(49,576)	(37,271)	(84,681)	(156,163)	(100,684)
UTILIDAD Y/O PERDIDA NETA	150,196	(20,776)	24,802	(36,425)	91,908	182,525	(5,248)

ANEXO C. Proyección Activos

TURISMO MARVAM LTDA - PULLMAN TOURS LALIANXA PROYECCIÓN DE ESTADOS FINANCIEROS

	2011	2012	2013	2014	2015	2016 P	2017 P	2018 P	2019 P	2020 P
ACTIVO										
ACTIVO CORRIENTE										
Efectivo	725.095	478.314	735.016	561.221	875.472	950.662	1.015.847	1.081.032	1.146.218	1.211.403
Cuentas por Cobrar	1.575.753	1.860.284	2.203.097	2.563.224	2.581.350	2.803.048	2.995.249	3.187.450	3.379.651	3.571.851
Diferidos	7.602	35.906	14.249	20.292	20.741	22.522	24.067	25.611	27.155	28.700
TOTAL DEL ACTIVO CORRIENTE	2.308.450	2.374.504	2.952.362	3.144.737	3.477.563	3.776.232	4.035.163	4.294.093	4.553.024	4.811.954
ACTIVO NO CORRIENTE										
Socios	349.149	443.270	624.686	658.518	597.858	748.496	819.763	891.029	962.296	1.033.562
Otras Cuentas por Cobrar	502.100	497.497	355.226	355.226	336.478	267.251	219.899	172.548	125.196	77.845
Cargos Diferidos	22.413	14.941	0	0	0	-	-	-	-	-
Inversiones	115.194	115.194	115.194	115.194	115.194	115.194	115.194	115.194	115.194	115.194
Propiedad Planta y Equipo	674.138	711.156	897.666	949.832	1.038.378	1.144.381	1.241.096	1.337.812	1.434.528	1.531.243
Intangibles	33.217	13.063	0	0	0	-	-	-	-	-
TOTAL DEL ACTIVO NO CORRIENTE	1.696.211	1.795.121	1.992.772	2.078.770	2.087.908	2.275.322	2.395.952	2.516.583	2.637.214	2.757.844
TOTAL DEL ACTIVO	4.004.661	4.169.625	4.945.134	5.223.507	5.565.471	6.051.554	6.431.115	6.810.676	7.190.237	7.569.799

ANEXO D. Proyección Pasivos y Patrimonio.

TURISMO MARVAM LTDA - PULLMAN TOURS LALIANXA										
PROYECCIÓN DE ESTADOS FINANCIEROS										
	2011	2012	2013	2014	2015	2016 P	2017 P	2018 P	2019 P	2020 P
PASIVO Y PATRIMONIO										
PASIVO:										
PASIVO CORRIENTE										
Obligaciones Financieras	63.584	115.731	287.092	207.624	364.624	415.923	485.320	554.718	624.115	693.512
Otras Cuentas por Pagar	1.457.844	1.638.042	2.125.836	2.356.428	2.399.282	2.775.865	3.035.991	3.296.117	3.556.244	3.816.370
TOTAL PASIVO CORRIENTE	1.521.428	1.753.773	2.412.928	2.564.052	2.763.906	3.191.788	3.521.311	3.850.835	4.180.358	4.509.882
PASIVO LARGO PLAZO	297.192	261.096	111.597	88.689	188.465	206.452	244.886	283.320	321.754	360.188
TOTAL PASIVO LARGO PLAZO	297.192	261.096	111.597	88.689	188.465	206.452	244.886	283.320	321.754	360.188
TOTAL PASIVOS	1.818.620	2.014.869	2.524.525	2.652.741	2.952.371	3.398.240	3.766.197	4.134.155	4.502.112	4.870.070
PATRIMONIO										
Capital Social	200.000	200.000	200.000	200.000	200.000	200.000	200.000	200.000	200.000	200.000
Reservas	557.254	557.254	557.254	557.254	557.254	557.254	557.254	557.254	557.254	557.254
Resultados del Ejercicio	24.802	(36.425)	91.938	182.525	(5.248)	105.246	138.104	170.962	203.820	236.678
Resultados de Ejercicios Anteriores	115.867	140.668	104.243	176.165	358.690	353.442	325.821	291.629	250.865	203.529
Revalorización del Patrimonio	827.366	819.894	812.421	804.950	804.950	804.950	804.950	804.950	804.950	804.950
Superavit por Valorización	460.752	473.365	654.753	649.872	697.454	632.423	638.789	651.727	671.236	697.317
TOTAL DEL PATRIMONIO	2.186.041	2.154.756	2.420.609	2.570.766	2.613.100	2.653.315	2.664.918	2.676.522	2.688.125	2.699.729
TOTAL PASIVO MAS PATRIMONIO	4.004.661	4.169.625	4.945.134	5.223.507	5.565.471	6.051.554	6.431.115	6.810.676	7.190.237	7.569.798

ANEXO D. Proyección Estado de Resultados.

TURISMO MARVAM LTDA - PULLMAN TOURS LALIANXA

PROYECCION ESTADO DE RESULTADOS

PRESENTADO EN MILES DE PESOS

	2011	2012	2013	2014	2015	2016 P	2017 P	2018 P	2019 P	2020 P
INGRESOS OPERACIONALES										
Ingresos Aerolíneas	738.552	702.901	839.465	999.617	745.186	898.139,40	929.137,80	960.136,20	991.134,60	1.022.133,00
Comisiones Varias	2.689.626	2.738.734	3.025.264	3.517.977	3.859.146	4.101.634,30	4.413.462,60	4.725.290,90	5.037.119,20	5.348.947,50
Ingresos Lalianxa	0	224.037	0	0	0	-	-	-	-	-
TOTAL INGRESOS OPERACIONALES	3.428.178	3.665.672	3.864.729	4.517.594	4.604.332	4.999.774	5.342.600	5.685.427	6.028.254	6.371.081
COSTOS DE VENTAS										
GASTOS OPERACIONALES										
Gastos de Administración	767.962	795.708	792.539	863.868	988.770	994.702	1.045.680	1.096.657	1.147.635	1.198.613
Gastos de Ventas	2.553.330	2.863.097	2.927.243	3.199.954	3.342.131	3.551.489	3.742.935	3.934.381	4.125.826	4.317.272
Gastos Depreciación	24.734	0	1.137	0	0	5.600	5.600	5.600	5.600	5.600
TOTAL GASTOS OPERACIONALES	3.346.026	3.658.805	3.720.919	4.063.822	4.330.901	4.551.791	4.794.214	5.036.638	5.279.061	5.521.485
UTILIDAD Y/O PERDIDA OPERACIONAL	82.152	6.867	143.810	453.772	273.431	447.983	548.386	648.789	749.192	849.596
INGRESOS NO OPERACIONALES										
Otros Ingresos	145.917	147.677	184.955	167.537	298.205	286.189	318.633	351.076	383.520	415.963
TOTAL INGRESOS NO OPERACIONALES	145.917	147.677	184.955	167.537	298.205	286.189	318.633	351.076	383.520	415.963
GASTOS NO OPERACIONALES										
Gastos Financieros	134.560	117.870	133.284	242.917	356.128	367.407	424.225	481.043	537.862	594.680
Gastos Diversos	16.815	34.523	17.269	39.064	119.842	108.681	129.741	150.800	171.860	192.919
Gasto Interés	2.316	1.305	1.623	640	230	831	831	831	831	831
TOTAL GASTOS NO OPERACIONALES	153.691	153.698	152.176	282.621	476.200	476.919	554.797	632.674	710.552	788.430
UTILIDAD ANTES DE AJUSTE E IMPUESTOS	74.378	846	176.589	338.688	95.436	257.253	312.222	367.191	422.160	477.129
UTIL. Y/O PERDIDA ANTES DE IMPUESTOS	74.378	846	176.589	338.688	95.436	257.253	312.222	367.191	422.160	477.129
PROVISIÓN IMPUESTO DE RENTA	(49.576)	(37.271)	(84.681)	(156.163)	(100.684)	(152.007)	(174.118)	(196.229)	(218.340)	(240.451)
UTILIDAD Y/O PERDIDA NETA	24.802	(36.425)	91.908	182.525	(5.248)	105.246	138.104	170.962	203.820	236.678