

Burkenroad Report de Terminal de Transportes Popayán S. A.

NIT. 891500629-0



José Germán Gómez García
Juan Carlos Urriago Fontal

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

Director del Trabajo de Grado: Luis Berggrun Preciado

Universidad Icesi
Facultad de Ciencias, Administrativas y Económicas
Cali, Junio de 2014

Resumen

El objetivo principal de esta valoración es hallar el valor de mercado de la Sociedad Anónima Industrial y comercial del estado Terminal de Transporte Popayán S.A, e igualmente, utilizar el modelo Burkenroad para presentar los resultados. Así mismo, se busca tener elementos de juicio claros para enajenar el paquete accionario que poseen en la misma, tanto INFITULUA, como la Gobernación del Cauca.

La valoración permite definir los términos de una colocación de las acciones en el mercado público de valores.

Haciendo uso del método de flujo de caja libre descontado, se logra obtener un valor por acción con corte a diciembre de 2013 de \$758. Dadas las condiciones particulares en que se desenvuelve este tipo de empresas, se acudió a supuestos como el crecimiento del IPC, crecimiento en ventas, incremento en los cánones de arrendamiento, las obligaciones financieras por concepto de créditos adquiridos, tasa de interés de los créditos, entre otros.

Palabras clave: Valor del patrimonio de los accionistas, flujo de caja libre; acción; costo promedio ponderado de capital (WACC); Precio por acción.

Abstract

The main objective of this assessment is to find out the market value of the industrial and commercial SA state denominated Terminal de Transportes Popayán S.A. and also the implementation of the Burkenroad model in order to

present the results. Consequently this assessment seeks to have elements of clear judgment to sell the shareholding that both INFITULUA and Gobernación Del Cauca have in the aforementioned company. The present assessment allows the setting of conditions for the trading of the stocks.

Throughout the method of discounted free cash flow, it is possible to obtain a value of \$ 758 per stock, as of December 2013. Given the particular conditions in which this kind of businesses operates, it was necessary to work on assumptions such as the growth on the consumer prices index, sales growth, increase in rental fees, financial liability for credits earned, and interest credit rate, among others.

Keywords: cost of shareholders' stocks, free cash flow; stock; weighted average cost of capital (WACC); stock price.

Tabla de contenido

1.	Resumen de la recomendación de inversión.....	6
2.	Tesis de inversión.....	7
2.1.	Ingresos por venta de tasa de uso.....	8
2.2.	Costo de ventas y operación.....	8
2.3.	Gastos de administración y ventas	8
2.4.	Arrendamientos.....	9
2.5.	Endeudamiento.....	9
3.	Valoración.....	9
4.	Análisis de la industria	11
4.1.	Factores macroeconómicos	11
4.2.	Tendencia del consumo y la demanda.....	12
4.3.	Barreras de entrada	14
4.4.	Poder de negociación de clientes	14
4.5.	Poder de negociación Proveedores.....	14
4.6.	Disponibilidad de sustitutos.....	15
4.7.	Intensidad de la rivalidad en el sector	15
5.	Descripción de la compañía.....	16
5.1.	Reseña histórica y ubicación geográfica de la Terminal de Transporte Popayán S. A.	16
5.2.	Productos y principales clientes	18
5.3.	Estrategia de la Terminal de Transportes Popayán S.A.....	18
5.4.	Competidores.....	19
6.	Análisis de competidores.....	20
6.1.	Aeropuerto Guillermo León Valencia	20
7.	Directivos de la Terminal de Transportes Popayán S. A.	21
7.1.	Gerente General	21
7.2.	Jefe Operativo.....	22
7.3.	Jefe Administrativo y Financiero.....	22
7.4.	Jefe de Control Interno	22

7.5.	Planes de compensación a ejecutivos.....	23
7.6.	Composición de la junta directiva.....	23
8.	Composición accionaria	24
8.1.	Estructura de propiedad accionaria	24
8.2.	Transacciones entre accionistas	25
9.	Análisis de riesgos	25
9.1.	Riesgos operacionales.....	25
9.2.	Riesgos regulatorios.....	26
9.3.	Riesgos financieros	27
10.	Desempeño financiero y proyecciones.....	28
11.	¿Qué haría Ben Graham?	31
12.	Bibliografía.....	34
13.	Anexos	35

1. Resumen de la recomendación de inversión

Terminal de Transportes Popayán S. A., es una sociedad de naturaleza comercial del tipo de las anónimas, de economía mixta del orden municipal, constituida desde abril de 1974, ofrece al mercado de transporte en esencia el control y despacho de vehículos para el transporte de pasajeros. Igualmente, ofrece en arrendamiento locales comerciales y de parqueaderos a particulares.

Tabla 1. Comportamiento del precio de la acción en los últimos cinco años.

AÑO	Vr. ACCION EN LIBROS	UPA	UPA/Vr. ACCIÓN
2009	\$ 604,50	\$ 29,17	4,8%
2010	\$ 610,88	\$ 27,38	4,5%
2011	\$ 680,33	\$ 13,64	2,0%
2012	\$ 682,94	\$ 29,28	4,3%
2013	\$ 695,68	\$ 34,21	4,9%
RENDIMIENTO PROMEDIO			4,10%

Fuente: Estados financieros Terminal de Transportes Popayán – Cálculos propios

El pronóstico del precio de la Terminal se efectúa con datos de corte al 31 de diciembre de 2013. El valor del patrimonio de los accionistas, se estima en \$ 17.783 millones.242 mil pesos COP. El rendimiento promedio de la acción es de 4,10% en los últimos 5 años (Ver Tabla 1).

Los indicadores macroeconómicos utilizados en el modelo han sido tomados de fuentes públicas confiables, DANE, Banco de la República. Dado el comportamiento orgánico de la empresa, la valoración se realiza dentro del siguiente escenario macroeconómico.

- La economía se proyecta con un crecimiento moderado promedio.

- Inflación moderada y de una sola cifra.
- La tasa de interés DTF promedio de los últimos 5 años.

La valoración permitió establecer, que la empresa tiene atractivos interesantes como para pensar en inversión.

2. Tesis de inversión

Para efectos de la valoración, se considera un solo escenario; el mismo se construye con base en el conocimiento del negocio, el análisis de la situación contable, operativa, de mercado y financiera a través de la recolección y procesamiento de la información. Se definieron criterios proyección de las principales variables que afectan el negocio y se procedió a diseñar el modelo de simulación operativa y financiera.

El modelo para la empresa, fue construido en Excel y este opera de manera flexible, lo cual permite simular las diferentes condiciones de operación de la empresa. Dentro de los principales módulos que contiene el modelo se encuentran:

- Proyección de la generación de ingresos, simulando el comportamiento en el futuro de la tasa de uso.
- Proyección de los costos y gastos asociados a la operación del negocio de acuerdo con los análisis de la empresa.
- Proyección de los programas de reposición de propiedad planta y equipo esperados para los próximos 10 años.

- Proyección de la capacidad de generación de caja con las condiciones de operación determinadas en los módulos anteriores.
- Proyección de Estados Financieros (Balance general, estado de resultados y flujo de caja).

Se reafirma entonces, que el valor de la compañía se estima \$ 17.783 millones.242 mil pesos COP, con corte al 31 de diciembre de 2013 y un precio por acción de \$758COP.

2.1. Ingresos por venta de tasa de uso

Corresponde al ingreso más importante de la compañía; el mismo, crece por efecto del incremento autorizado por el Ministerio de Transporte. Parte del Índice de precios al consumidor IPC, del Δ PIB sectorial y del Δ índice de productividad. En los años subsiguientes, se proyecta con un crecimiento sostenido equivalente al PIB sectorial.

2.2. Costo de ventas y operación

Esta variable toma como referencia lo ejecutado en el año 2013, y se incrementa de acuerdo a lo establecido para las empresas con participación del estado; es decir, el IPC, más Δ índice de productividad.

2.3. Gastos de administración y ventas

El crecimiento de los gastos se proyecta como una porción de los ingresos operacionales equivalente al 43%. Esta cifra resulta del promedio de los últimos

dos años, periodo desde el cual se ha efectuado un análisis exhaustivo de costos y gastos. Para la proyección, se considera estable su comportamiento.

2.4. Arrendamientos

Los arrendamientos tienen una incidencia importante en la capacidad de ingresos no operacionales de la empresa. Su crecimiento se proyecta de acuerdo con la política contractual de la empresa, que indica que su ajuste anual equivale al IPC+5. Para esta variable, se tiene en cuenta que para el año 2014 entran en operación nuevos locales comerciales que incrementan la base de cálculo.

2.5. Endeudamiento

Se prevé cancelar la deuda adquirida para inversión en el año 2012, estará cancelada a finales del año 2017. Por efectos de manejo de servicio de la deuda sector público, se proyecta en corto plazo la porción correspondiente al año fiscal, y su saldo se proyecta a largo plazo. Sin embargo, se tiene como criterio para el pago de intereses lo pactado en el crédito: una tasa de DTF+3,9.

3. Valoración

Se tomó la decisión de utilizar como único método de valoración el del flujo de caja libre descontado. Esta metodología asume que el valor de la compañía o activos están representados por el valor presente de los flujos futuros que se generen. Es importante indicar que la empresa no cotiza en bolsa, lo que dificulta la comparación con otros métodos de valoración.

Se determinó el flujo de caja libre (FCL) a partir de efectuar la proyección de variables y estados financieros a un periodo de 10 años. Para descontar los flujos futuros se utiliza el costo promedio ponderado (WACC) calculado de acuerdo con la estructura de capital proyectada para cada año.

Dado que es una empresa que se encuentra en marcha, se calcula el valor de continuidad, este último se calcula descontando en primer lugar los FCL del periodo relevante (10 años) y luego se descuentan los FCL del periodo de continuidad expresándolos en el momento cero del periodo de perpetuidad (año 2024). De esta manera se llega al valor de perpetuidad.

Los FCL a perpetuidad se descuentan al factor del valor presente y se genera entonces el FCL descontado a perpetuidad. De esta manera, se llega al valor del patrimonio de los accionistas el cual asciende a \$ 17.783 millones.242 mil COP.

La fórmula utilizada para el cálculo del valor de continuidad o de perpetuidad es la siguiente: $VC = FCL_{m+1} * (1 + g) / (WACC_{m+1} - g)$ Dónde: FCL_{m+1} es el monto del flujo de caja libre en el primer año de perpetuidad; $WACC_{m+1}$ corresponde al costo promedio ponderado de capital en el primer año de perpetuidad y g es la tasa de crecimiento constante de los flujos perpetuos.

Así mismo, los fondos a perpetuidad crecen al 6,63%, producto del resultado que arroja la aplicación de la expresión aproximada de la siguiente formula: $g = (1 + \Delta PIB) (1 + \pi) - 1$; es decir, $g \approx \Delta PIB + \pi$, donde g es la tasa de crecimiento perpetuo sostenido, ΔPIB corresponde al incremento del PIB (%) anual proyectado

del sector específico (Transporte) y π es la tasa anual de inflación (%) proyectada o IPC.

4. Análisis de la industria

El transporte público de pasajeros por carretera, es un sector estratégico y fundamental para el desarrollo social y económico del país. El sector está compuesto por 519 empresas, de las cuales el 57% son sociedades comerciales y el 43 % pertenecen al sector cooperativo.

De acuerdo con la Cámara Colombiana del Transporte de la ANDI, se estima que la flota vehicular de transporte intermunicipal está cercana a los 39.000 vehículos que transportan en promedio 126 millones de pasajeros año en 12.8 millones de frecuencias, un promedio de 9,8 pasajeros por trayecto.

En general, es un sector con comportamiento relativamente estable y con potencial de crecimiento. Se prevé rivalidad creciente entre el transporte terrestre y aéreo que puede significar descenso en el número de despachos en algunas de las centrales de transporte.

4.1. Factores macroeconómicos

Los principales factores que inciden de manera directa en el sector transporte terrestre de pasajeros, son el crecimiento del PIB, el índice de precios al consumidor (IPC), el índice de productividad laboral, la tasa representativa del mercado, la tasa de los DTF y la tasa de desempleo.

Ahora bien, de acuerdo con la información del DANE, al cierre del cuarto trimestre del año 2013, el PIB creció un 4,3%; no obstante, para el sector transporte se evidencia claramente una desaceleración pues su incremento solamente llegó al 3,9% anual. Como se indicó anteriormente, el subsector transporte terrestre de pasajeros sólo creció el 1,9%. Aunque la Terminal de Transportes Popayán S. A. tuvo un crecimiento muy de la mano del incremento del PIB, es clara su afectación por cuanto gran parte de la situación crítica de los paros agrario e indígena se vivió en el Departamento del Cauca, lugar de influencia directa de la sociedad.

El IPC, se situó al final del año 2013 en 1,94 %, representa un factor crítico para los terminales de transporte, toda vez que el incremento en el valor de las tasas de uso, mayor aportante a los ingresos de estas sociedades, aumenta a este ritmo, en tanto las obligaciones de los mismos, tienden a aumentan con base IPC más índice de productividad, que fue sugerido en 1% para efectos de cálculos del sector público. La DTF promedio, se situó al cierre del 2013 en el 4,27%.

4.2. Tendencia del consumo y la demanda

De acuerdo con el informe de gestión 2013 de la Corporación nacional de Terminales de Transporte – CONALTER, y a pesar de las dificultades presentadas durante el año, por las terminales de transporte afiliadas se movilizaron 121.547.248 pasajeros; comparativamente con el año 2012, donde se movilizaron 120.108.285; se registra un discreto crecimiento de 1.438.964 pasajeros. En el transporte aéreo la cifra de pasajeros transportados en vuelos nacionales fue de 15.626.712.

Las terminales de transporte con mayor movimiento de pasajeros fueron las terminales de: Cali con 11.921.581; Medellín con 14.276.374 y Bogotá con 10.046.739 pasajeros. En contraste, las terminales que registran menor número de pasajeros son Buenaventura con 627.488, Florencia con 944.066 y Maicao con 911.195 viajeros. Téngase en cuenta, que las terminales de mayor movimiento están ubicadas en las zonas urbanas más pobladas del país, lo que representa una mayor demanda de servicios.

En cuanto al número de despachos de vehículos desde cada Terminal de Transportes, registramos que en el año 2013 desde las treinta y dos terminales afiliadas a Conalter, se generaron 12.099.970 despachos vehiculares, mientras que en el año 2012, la cifra fue de 12.066.877 despachos. Este hecho representa un aumento en 93.093 despachos vehiculares más en el año 2013.

El cambio de tipología vehicular por parte de las empresas de transporte de pasajeros, genera un impacto en el número de despachos, obviamente unido a otras externalidades previamente analizadas.

Las terminales de transporte que realizaron mayor número de despachos fueron: Cali con 1.400.947 y Bogotá con 1.136.248, sin embargo las dos terminales registran un índice menor de despacho de vehículos frente al año 2012. Es necesario indicar, que el transporte terrestre de pasajeros sigue siendo el más utilizado por las personas en Colombia.

El proceso de incremento de la TRM, puede generar un aumento en el valor de los tiquetes aéreos, lo cual podría favorecer la demanda del transporte terrestre de pasajeros. Esta situación también puede prever un freno a la remodelación del parque automotor y el ingreso de buses de gran tamaño. El transporte terrestre de

pasajeros, espera retornar a su línea de crecimiento sostenido, por lo cual prospecta crecer por lo menos al 4%, en los próximos años, teniendo en cuenta que frente a factores ambientales, sociales y políticos existe optimismo por la prontitud en la reacción y las perspectivas de solución a los conflictos.

4.3. Barreras de entrada

Las terminales de transporte, presentan una barrera de tipo legal, que impide la llegada de nuevos competidores. La posibilidad solo se abre, hasta 2 terminales por ciudad y teniendo participación de la sociedad existente. Se está claramente frente a un monopolio regulado por el gobierno nacional. La manera de acceder a la propiedad de estas empresas, es mediante la adquisición de paquetes accionarios. La participación puede ser pública o privada.

4.4. Poder de negociación de clientes

Realmente dadas las condiciones de regulación existentes para este tipo de negocios, es necesario indicar que el poder de negociación de los clientes es bajo, si se tiene en cuenta que la operación del transporte intermunicipal está bajo el control del estado, quien autoriza cupos, rutas, tarifas, tasas y contribuciones. Situación similar se da frente a los arrendatarios y concesionarios.

4.5. Poder de negociación Proveedores

Dada la condición jurídica de la empresa, la relación con proveedores depende de una tensión de oferta – demanda, que debe estar sometida a las normas de la contratación estatal. La posición dominante que ejerce la empresa aplica en el

sentido de plantear exigencias acordes con el sistema de gestión de la calidad. Sin embargo, la relación en cuanto a precios depende de la mejor oferta valorada integralmente en función de precio, calidad, tiempos de entrega. Puede afirmarse entonces que esta relación es manejada por la empresa.

4.6. Disponibilidad de sustitutos

Puede considerarse que el sustituto más fuerte que enfrenta la compañía, es la operación de vuelos de la aerolínea Avianca en el aeropuerto local. No obstante, dadas las condiciones de precio, y el número de rutas y vuelos diarios, existe la convicción que el efecto es incipiente. La realidad es que se opera sólo la ruta Popayán-Bogotá-Popayán en dos vuelos diarios con un avión tipo chárter que mueve no más de 50 pasajeros día.

Ahora bien, se prevé inversión por la Agencia Nacional de Infraestructura para lograr una ampliación del aeropuerto, facilitando un mayor número de operaciones y por consiguiente, una mayor posibilidad de productos sustitutos; sin embargo, aún no existe definición de la fecha de la inversión.

4.7. Intensidad de la rivalidad en el sector

Dada la condición de monopolio, la rivalidad es baja; no obstante existe un aumento en el sector de transporte aéreo de pasajeros por la presencia de aerolíneas de bajo costo, que han logrado quedarse con algunos puntos porcentuales de la demanda, lo que hace interesante el futuro de esta rivalidad. El sentimiento generalizado entre los gremios del transporte terrestre, indica una observación cuidadosa a la problemática, más consideran, que es difícil para las

aerolíneas sostener tal condición dado el nivel de costos de enfrentan y la vulnerabilidad a las condiciones macroeconómicas en especial a la TRM. Descripción de la compañía. En cuanto a terminales terrestres, existe complementariedad más que competencia.

5. Descripción de la compañía

Terminal de Transportes Popayán S. A., es una sociedad de naturaleza comercial del tipo de las anónimas, de economía mixta del orden municipal, constituida mediante escritura pública No. 399 del 13 de abril de 1974 de la Notaría 2ª de Popayán, inscrita en el registro mercantil el 9 de mayo de 1974, bajo el número 00000278 del libro IX.

En 2009, de acuerdo con las transformaciones que tuvo su composición accionaria, la entidad pasó a ser una sociedad de naturaleza pública, de las denominadas Empresa Industrial y Comercial del Estado (EICE), conservando su naturaleza de Sociedad Anónima.

El objeto social está definido estatutariamente como la prestación, operación y explotación de los servicios relacionados con terminales de transporte terrestre de pasajeros por carretera, y de servicios complementarios, a través del conjunto de instalaciones, equipos y órganos dispuestos para ello.

5.1. Reseña histórica y ubicación geográfica de la Terminal de Transporte Popayán S. A.

Terminal de Transportes Popayán S. A. opera en el subsector Transporte Terrestre de Pasajeros. Su Principal activo, el edificio de la Terminal entra en

operaciones reales en el año de 1982 con la participación de 14 empresas transportadoras y 36 locales comerciales que se entregaron bajo la modalidad de arrendamiento. Está ubicada en la capital del departamento del Cauca, sobre la Avenida Panamericana o Transversal 9 No. 4N-125 también cuenta con puntos de control en las zonas periféricas de la Ciudad de Popayán.

El 31 de Julio de 2002 se concedió el registro de homologación por parte del ministerio de Transporte, mediante oficio MT.2100-2 019789.

En el año 2003, la participación accionista mayoritaria fue adquirida por la firma Desarrollo de Negocios S. A., como consecuencia del proceso de liquidación de la Corporación Financiera del Transporte S. A.

En noviembre de 2007, FIDUPETROL S. A., vocera del fideicomiso Terminales de Transporte, adquiere por cesión la totalidad de las acciones de la sociedad Desarrollo de Negocios S. A.

En el mes de octubre de 2009, ingresa como accionista El Instituto de Financiamiento, Promoción y Desarrollo de Tuluá – INFITULUÁ. Se recibió en dación de pago el total de las acciones que estaban en cabeza de FIDUPETROL S. A.; tal operación implicó un cambio de naturaleza jurídica de la entidad a sociedad de economía mixta. Actualmente, Terminal de Transportes Popayán S. AA., presta servicios a 65 rutas a nivel interdepartamental e intermunicipal, a través del parque automotor de 21 empresas de transporte.

5.2. Productos y principales clientes

Los productos principales de la empresa están representados en primer lugar por la venta de tasa de uso que se cobra por vehículo despachado en origen y que vienen pesando en promedio un 51 % de los ingresos. Así mismo, por tasas de vehículos en tránsito, que representa un promedio del 10 % de los ingresos. Se presta el servicio de arrendamiento de locales comerciales, los cuales aportan en promedio un 21% a los ingresos. Otros servicios complementarios como servicios sanitarios con el 9%; sellos 4%; alcoholimetría 3,8%; control operativo externo 1,9 % y sanciones 0,5 % forman parte de los productos que tienen la capacidad de generar ingresos. En la Tabla 2, se muestran los principales clientes de la empresa.

Tabla 2. Principales Clientes de la Terminal de Transportes de Popayán S.A

<ul style="list-style-type: none">• Transtimonio• Taxbelalcazar• Trans. Puerto Tejada• Rápido Tambo• Sotracaucá• Coomotoristas del Cauca• Velotax• Rápido Tolima• Cootransmayo• Sultana del valle	<ul style="list-style-type: none">• Flota Magdalena• Súper taxis del sur• Expreso Bolivariano• Continental Bus• Trans. Ipiales S. A.• Expreso Palmira• Cootranar• Coomotor• Cootranshuila Ltda.• Expreso La Gaitana S. A.• Cootranslaboyana
--	---

Fuente: Informe de sostenibilidad 2013 Terminal de Transportes Popayán S.A.

5.3. Estrategia de la Terminal de Transportes Popayán S.A

Realmente, no se reconoce una única estrategia definida durante la historia de la organización; puede notarse que en la mayoría de la existencia, se ha manejado una estrategia de crecimiento orgánico. Sus actuaciones han estado encaminadas

a lograr que la empresa se desarrolle a partir del aumento de la capacidad de prestación de servicios directos y conexos con la actividad de los terminales de transporte y permitidas por los reguladores.

Se ha pretendido un mayor volumen de ventas de tasas de uso, de alquiler de locales comerciales, de alquiler de parqueaderos, servicios sanitarios, entre otros. Así mismo, se ha mantenido una planta de cargos ajustada, unas excelentes relaciones públicas y la implementación de sistemas de gestión de la calidad debidamente certificados.

En la mitad del primer decenio del siglo XXI, se acude a una estrategia no orgánica, tal vez más de diversificación concéntrica. Así las cosas, y tal como se muestra en la Tabla 3, la empresa posee acciones en otras terminales de transporte y decide invertir en una empresa de servicios temporales y una agencia de viajes; esta última, liquidada por sus resultados desfavorables.

Tabla 3. Inversiones de la Terminal de Transportes Popayán S. A.

COMPAÑIA	% PARTICIPACIÓN
CENTRAL DE TRANSPORTES DE TULUÁ S.A.	42.98%
CENTRALES DE TRANSPORTES S.A. CALI	0.42%
VIAJES CAMINO REAL S.A.	18.98%
TERMINAL DE TRANSPORTES DE GIRARDOT S.A.	3.57%
EMPLEAR S.A.	2.74%

Fuente: Informe de sostenibilidad 2013 Terminal de Transportes Popayán S.A.

5.4. Competidores

La Central de Transportes está avalada por el Ministerio de Transporte como el único terminal en el municipio de Popayán, de acuerdo con la regulación de la actividad. Así, se descarta la posibilidad de que tenga competidores directos;

también, dada la reglamentación de su funcionamiento, tiene las características propias de un monopolio regulado.

No obstante, por el efecto que tiene en el mercado del transporte terrestre los bajos precios de los tiquetes aéreos, se tiene que el Aeropuerto de Popayán, se configura como una competencia de impacto bajo, que puede tener una tendencia creciente, de lograr un mayor número de despachos día.

6. Análisis de competidores

Cómo se ha indicado, se está frente a una empresa que maneja una actividad que está concebida para ser monopolio por disposición legal. Sin embargo, se considera que el principal competidor está representado por el Aeropuerto Guillermo León Valencia.

6.1. Aeropuerto Guillermo León Valencia

El **Aeropuerto Guillermo León Valencia** es el terminal que presta servicio de transporte aéreo para vuelos nacionales a la ciudad de Popayán. Se encuentra localizado junto al terminal transporte terrestre y a muy poca distancia del centro de la ciudad. Este aeropuerto, existe desde el año 1949, y en la actualidad tiene capacidad para recibir aviones de pequeño y mediano alcance para vuelos regionales y nacionales.

Aunque en el inmediato pasado operaron aerolíneas como Satena, Aires, Avianca, hoy, únicamente opera esta última con dos vuelos diarios tipo chárter. La

supresión de los vuelos de las otras empresas, obedeció básicamente a la baja demanda de pasajeros.

Tal como lo ha indicado el director general de la Aeronáutica Civil, Santiago Castro Gómez, se ha formulado un Plan Maestro para el aeropuerto Guillermo León Valencia de la ciudad de Popayán. Se pretende realizar inversión por siete mil millones de pesos para la ampliación de la pista hasta aproximadamente 2.200 metros lineales, que garantizará el despegue y llegada de aviones con carga pesada. La información operacional y contable y financiera no estuvo disponible.

7. Directivos de la Terminal de Transportes Popayán S. A.

Según lo disponen los Estatutos Sociales, tiene un gerente que es el representante legal de la sociedad y que está sometido a la dirección de la junta directiva. El gerente y sus suplentes serán elegidos por la junta directiva para periodos de un año, sin perjuicio de que puedan ser removidos en cualquier momento; igualmente, podrán ser reelegidos de manera indefinida.

El gerente tiene plena facultad para elegir a su grupo directivo, que básicamente está conformado por un jefe operativo, jefa administrativa y financiera, jefe de control Interno, y un contador.

7.1. Gerente General

Está cargo lo ocupa el Ingeniero Industrial de 33 años, Pablo Cesar Marulanda Lórez. Posee una experiencia profesional acumulada de 8 años, 3 de los cuales en la sociedad. Tiene estudios de especialización en gerencia empresarial, en

administración de la calidad total y la productividad y una maestría en administración de negocios.

7.2. Jefe Operativo

Cargo desempeñado por el Administrador de empresas y psicólogo, Holmer Herlendy Rodríguez Rengifo; ha prestado sus servicios profesionales al Ejército de los Estados Unidos en actividades de logística y operaciones. En la empresa tiene una antigüedad de 3 años.

7.3. Jefe Administrativo y Financiero

Este cargo es ocupado por la Administradora de Empresas y de Negocios Internacionales, Karol Mabel Casas Sánchez, de 34 años de edad. Tiene además estudios de especialización en Gerencia del Talento Humano y de Coach estratégico. Durante los 11 años que lleva en la empresa, ha sido su secretaria ejecutiva y los últimos 18 meses los ha desempeñado como Jefa Administrativa y Financiera.

7.4. Jefe de Control Interno

De acuerdo con ley anticorrupción, el señor Jairo Ruiz Bolaños Martínez, fue designado en el cargo por parte del señor alcalde municipal el 1 de enero de 2014. Posee título de contador público, tiene 61 años de edad y más de 20 años de experiencia en cargos administrativos y contables.

7.5. Planes de compensación a ejecutivos

Dada la condición de empresa industrial y comercial del estado, con mayoría de capital público, además del pago de honorarios a los miembros de Junta Directiva, y de tener un plan de capacitación y programa de bienestar social para la totalidad de los empleados, no existen planes de compensación a ejecutivos. Las normas que regulan prohíben este tipo de emolumentos.

7.6. Composición de la junta directiva

La Junta Directiva, está compuesta por 5 miembros principales y 5 suplentes (Ver Gráfico 1). Su elección se efectúa anualmente en Asamblea General de Accionistas. Dada su condición de representantes de entidades públicas, tienen una relativa estabilidad al interior de la misma.

Gráfico 1. Composición Junta Directiva

PRINCIPALES	SUPLENTES
INFITULUÁ Dr. JUAN CARLOS URRIAGO FONTAL	INFITULUÁ Dra. CAROLINA RODRIGUEZ OSORIO
INFITULUÁ Ing. JOSE GERMAN GOMEZ GARCIA	INFITULUÁ Dr. DIVIER VELASQUEZ LONDOÑO
INFITULUÁ Ing. ANDRES ALBERTO ALVAREZ	INFITULUÁ Dra. MARCELA SANTAMARÍA SANCHEZ
DEPARTAMENTO DEL CAUCA Dr. TEMISTOCLES ORTEGA NARVAEZ	MINISTERIO DE TRANSPORTE Dra. MARIA ILDURA WALTEROS
MUNICIPIO DE POPAYAN Dr. FRANCISCO FUENTES MENESES	CENTRALES DE TRANSPORTE S.A Dr. JAMES MOSQUERA MUÑOZ

Fuente: Informe de sostenibilidad 2013 Terminal de Transportes Popayán S.A.

Los actuales miembros de la junta directiva, son personas con vasta experiencia en diferentes campos de la vida pública y privada.

No existen comités de carácter permanente; sin embargo, cuando las condiciones lo ameritan, se activan comités para dar tratamiento a las situaciones que surjan en la actividad societaria.

8. Composición accionaria

El capital autorizado de La Terminal de Transportes de Popayán S. A. es de \$2.500.000.000, dividido en 25.000.000 de acciones con un valor nominal de cien pesos (\$100) cada una. El capital suscrito y pagado de la sociedad es de \$2.346.219.700 dividido en 23.462.197.00 acciones. Los accionistas registrados a la fecha de la presente valoración se identifican en a continuación. (Ver Tabla 4).

8.1. Estructura de propiedad accionaria

Tabla 4. Composición Accionaria

ACCIONISTAS	No de ACCIONES	PARTICIPACIÓN
Instituto de Financiamiento Promoción y Desarrollo de Tuluá - INFITULUÁ	14.731.914	62.79%
Departamento del Cauca	3.275.322	13.96 %
Municipio de Popayán	2.918.697	12.44 %
Ministerio de Transporte	2.327.450	9.92 %
Centrales de Transportes S. A.	154,851	0.66 %
Centrales Eléctricas del Cauca S. A.	53,963	0.23 %
TOTAL	23.462.197	100 %

Fuente: Informe de sostenibilidad 2013 Terminal de Transportes Popayán S.A.

8.2. Transacciones entre accionistas

Durante los últimos años la transacción más importante en materia societaria, fue la llegada de INFITULUA como accionista mayoritario en octubre del año 2009. La situación se genera por la actuación jurídica de INFITULUA en contra de FIDUPETROL, viéndose esta última obligada a entregar en dación en pago el paquete accionario que poseía en la sociedad.

Sin embargo, tanto la Gobernación del Cauca como INFITULUA, agotando procedimientos legales, han hecho oferta formal a los demás accionistas de su participación accionaria manifestando así la plena intención de enajenación.

9. Análisis de riesgos

La vulnerabilidad operativa de la empresa frente a paros, bloqueos, orden público; la presión por incorporar normatividad que afecta la estabilidad de los terminales en el país en favorecimiento de los operadores de los sistemas estratégicos intermodales, la alta dependencia de la tasa de uso, son algunos de los riesgos que se abordan a continuación.

9.1. Riesgos operacionales

En principio, la vulnerabilidad del transporte terrestre es frente a factores externos como los paros y bloqueos de las carreteras por factores naturales o de protestas. En el caso de la Terminal de Transportes de Popayán, el riesgo es latente por la constante actividad indígena que acude a la protesta social y la presencia de la

subversión en la bota caucana, manteniendo en vilo todas las actividades de la vida ciudadana.

La piratería y el informalismo, la evasión de la tasa de uso y/o incumplimiento o abandonos de ruta obliga a redoblar esfuerzos en los controles operativos y a la necesidad de intervención de la autoridad municipal de tránsito y de la policía de carreteras. Sin embargo, el desgaste generado, el mayor esfuerzo operativo y administrativo de los organismos involucrados afecta las condiciones de prestación del servicio.

9.2. Riesgos regulatorios

A cierre del 31 de diciembre de 2103, los compromisos legales a los que está expuesta la empresa y que comprometen sus finanzas son mínimos. Están dados por un proceso laboral que ha sido fallado favorablemente en primera instancia.

Sin embargo, la posibilidad latente que desaparezcan los decretos 0232,0234 y 0303 de 2006 expedido por la alcaldía municipal de Popayán y que permiten el control y registro de pasajeros y vehículos, es motivo de preocupación.

Se halla una amenaza fuerte al incluir normas como el proyecto de ley orgánica por la cual se deroga la Ley 128 de 1994, y que permitiría que el transporte local llegue a municipios conformados en áreas metropolitanas incentivando así a los transportadores a que renuncien a su obligación de ingresar a las terminales de transporte.

Otra norma, que puede generar una afectación de la operación del transporte de pasajeros por carretera, es la Ley 1558 del 10 de julio de 2012. Allí se modifica el

artículo 109 de la Ley 300 de 2006, y crea los CÍRCULOS METROPOLITANOS TURÍSTICOS; esta norma, otorga facultades a los municipios para conformar círculos turísticos en las regiones. La amenaza radica en que los taxis urbanos, podrán transportar turistas dentro de los círculos y no requerirán planillas para moverse entre los municipios y exonera al transporte urbano de contribución alguna, afectando la tasa de uso de las terminales.

9.3. Riesgos financieros

De acuerdo a los indicadores analizados (Ver Tabla 5), se evidencia que la empresa enfrenta riesgo por la baja liquidez, que está muy por debajo del promedio del sector, y de la empresa más comparable Central de Transportes Tuluá S.A. De igual manera, el índice de rotación de activo en sí mismo y comparado con el sector es bajo. Puede notarse un riesgo por el no aprovechamiento de los activos de la empresa para crecer en ventas.

En cuanto al endeudamiento, se considera tanto el sector como la empresa, se hallan en un rango suficientemente razonable; no obstante, es necesario indicar que su respaldo está en los ingresos no operativos.

El ROE, se halla por debajo del promedio del sector. Es bajo, dada la incidencia que tiene tanto en la empresa como en el sector, el pago de dividendos al 100%. Es decir, que para llevar a cabo un plan de inversiones con miras al crecimiento de la empresa en términos de mercado y otras unidades de negocio, se debe recurrir a otras fuentes de financiación externa.

Con relación al ROA, la empresa presenta un riesgo en la conversión de la inversión en beneficios; se halla por debajo del promedio del sector. Sin embargo,

es necesario tener en cuenta que comparada con las más similares en operatividad y tamaño, su comportamiento es ligeramente superior, lo que implica una buena capacidad en gestión de sus activos.

El capital de trabajo neto se sitúa muy por debajo del promedio de las empresas analizadas. Es deseable que la empresa tenga un mejor comportamiento en este indicador, dados los compromisos financieros, y operativos que afronta durante los primeros tres meses del año.

Tabla 5. Indicadores financieros terminales

INDICADORES FINANCIEROS 2013 - TERMINALES DE TRANSPORTE AFILIADAS A CONALTER							
	CAPITAL NETO DE TRABAJO	LIQUIDEZ	ROTACION DEL ACTIVO TOTAL	ENDEUDAMIENTO TOTAL	RENDIMIENTO DE ACTIVOS (ROA)	RENDIMIENTO DE PATRIMONIO (ROE)	MARGEN DE LA UTILIDAD NETA
POPAYAN	196.045	1,2	0,12	12,47%	4,30%	4,92%	22,16%
TULUA	912.441	4,02	0,20	3,08%	3,73%	3,85%	18,21%
MONTERIA	733.750	2,89	0,59	6,95%	3,96%	4,26%	6,66%
PITALITO	168.452	1,52	0,48	7,78%	9,42%	10,22%	19,64%
PEREIRA	- 221.900	0,82	0,14	4,24%	1,40%	1,46%	10,02%
NEIVA	829.098	2,95	0,42	6,04%	4,97%	5,29%	11,76%
CHIQUINQUIRA	117.204	1,48	0,28	6,18%	5,82%	6,20%	20,72%
CALI	3.258.300	1,75	0,23	8,24%	1,93%	2,11%	8,56%
PASTO	934.988	4,21	0,24	3,19%	3,47%	3,58%	14,39%
FUSAGASUGA	78.288	1,32	2,72	41,59%	3,66%	6,27%	1,35%
IBAGUE	571.139	1,67	0,60	4,37%	6,59%	6,89%	11,00%
BARRANQUILLA	1.536.881	3,27	0,41	8,49%	3,90%	4,26%	9,54%
SAN GIL	205.810	1,83	0,15	5,65%	1,23%	1,31%	8,17%
IPIALES	-30.630	0,87	0,17	3,86%	1,49%	1,49%	8,90%
CARTAGENA	1.488.686	2,46	0,85	16,30%	21,50%	25,69%	25,37%
SANTA MARTA	142.308	1,59	0,64	4,59%	19,99%	20,95%	31,44%
SOCORRO	-65.315	0,37	0,80	17,11%	2,92%	3,52%	3,66%
PROMEDIO	638.561	2,01	0,53	9,42%	5,90%	6,60%	13,62%

Fuente: CONALTER - Ing. Néstor Fajardo- Gerente Central de Transportes de Tuluá S.A.

10. Desempeño financiero y proyecciones

Al cierre fiscal de 2013 los ingresos dependen en un 61 % del cobro de la tasa de uso. Este ingreso está regulado por el Ministerio de Puertos y Transporte; por arrendamiento de locales comerciales el 18,1%; por servicios W.C el 8,5 %; sellos

4,1 %; alcoholimetría 3,8 %; otros ingresos 4,5%. Se denota alta dependencia de una tasa que es regulada por el estado. Los ingresos comparados con el año 2012, presentan un incremento del 12 %; los costos de operación 12,4%; los gastos de administración y ventas se incrementaron en un 22.4%, el cual se justifica por el efecto del pago de la interventoría de las obras ejecutadas y los mantenimientos adicionales que se efectuaron por esta misma causa; el gasto de personal creció en un 7,9%. Este último, justificado bajo la premisa de mejorar la atención de los usuarios, el control de las rutas y la operatividad del parqueadero y mitigar el efecto de las obras de remodelación de la terminal.

Los costos de ventas y operación presentaron un comportamiento decreciente producto de las políticas de optimización, control y seguimiento a los procesos y procedimientos operativos.

TTP S. A. hasta el 2011 había recibido, por concepto de dividendos, recursos provenientes de la Central de Transportes de Tuluá. No obstante, como resultado de los altos requerimientos de CAPEX que esta última entidad mantiene, los dividendos se redujeron de manera importante en 2012. Sin embargo, esta tendencia para 2013 y 2014 parece revertirse. Igualmente, por la participación en Emplear S.A. que tuvo un buen año y sigue en crecimiento. La participación en la Terminal de Girardot, mantiene su dinámica de distribución de utilidades estable. De centrales de Transporte S.A. se espera seguir recibiendo dividendos de vigencias anteriores, y mejorar la perspectiva una vez se construya la Terminal del Sur en Cali. Por política, la Terminal distribuye el 100 % de sus utilidades cada año. Entre 2009 y 2012 el pago de dividendos a los accionistas fue de \$2.333 millones COP. Para el 2013 es de 802 millones COP.

Si bien el crecimiento del sector específico tuvo un descenso en 2013, las expectativas de CONALTER es que retorne a niveles del 4%. Igualmente, se espera lograr acuerdo con el Ministerio de Puertos y Transporte, para que el incremento de la tasa de uso tenga un spread o llegue a tasarse de acuerdo al incremento del salario mínimo legal.

La gerencia de la Terminal, tiene instrucciones para iniciar acciones que permitan atender la necesidad de los vehículos de transporte mixto, lo cual incrementaría los ingresos por encima del 20%. Aquí se cuenta con el apoyo de la Alcaldía de Popayán.

Como comentarios finales, se indica que la proporción del balance no coincide con las proporciones indicadas en la valoración (Anexo 5), dado que en el modelo de valoración para el cálculo de la proporción de deuda, sólo se tiene en cuenta las obligaciones financieras.

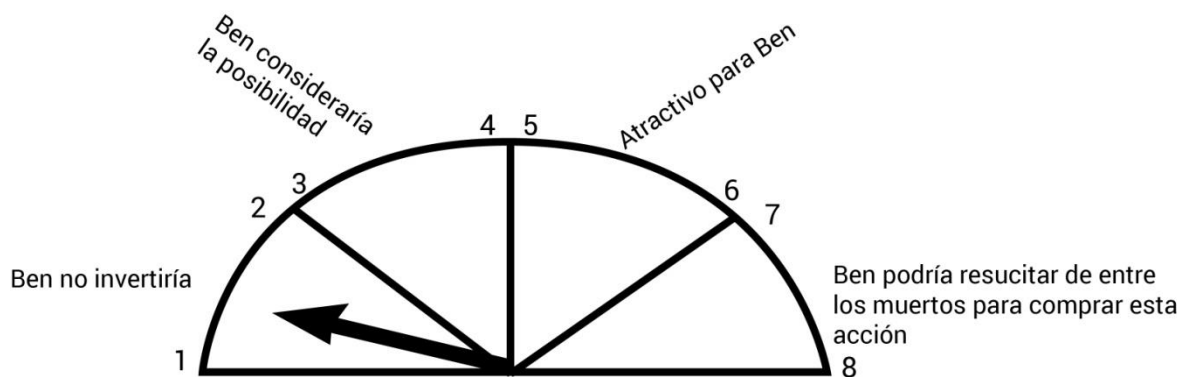
El crecimiento alto en fondos, se explica por el inicio de operaciones de nuevos locales comerciales, por la incidencia del crecimiento de las utilidades en las inversiones en otras unidades de negocio, el incremento por la expectativa de allegar a los servicios del terminal el transporte mixto, el aprovechamiento de espacios publicitarios, el mayor uso de parqueaderos administrado directamente por la empresa, entre otros. Se espera entonces que el comportamiento se mantenga y crezca; además de aprovechar prontamente el apoyo que se recibe de la administración municipal para el control al transporte informal y a la evasión de los controles que ejerce la empresa. En un futuro inmediato (2 años), se espera

igualmente tener en funcionamiento una estación de servicio, que le generaría un ingreso adicional a la empresa, sin efectuar inversiones con recursos propios

11. ¿Qué haría Ben Graham?

Ben Graham es considerado uno de los pioneros de la inversión basada en valor (“value investing”). Él, desarrolló diez reglas o pautas para ayudar a los inversionistas a seleccionar acciones de valor. La versión modificada a continuación contiene solo ocho pautas. Las primeras seis pautas tratan de determinar si una acción está sobre o subvalorada y las últimas dos tratan de determinar el crecimiento y la estabilidad de la compañía. En conjunto estas ocho pautas les ayudan a los inversionistas a determinar si una acción tiene un precio adecuado para lograr un crecimiento fuerte y consistente en el futuro.

En últimas se contabilizan los criterios que cumple la compañía para llegar a una escala de cuan atractivo es invertir en la compañía.



Tal como se puede verificar en la Tabla 6, de los ocho criterios propuestos por Ben Graham, la empresa cumple con cinco de las reglas. Así los resultados, se colige que la empresa posee unas acciones que tienen un precio razonable, no sobrevalorado y con posibilidad de crecer en el futuro. La estabilidad y el

crecimiento de la compañía, están dadas por las utilidades sostenidas que viene generando la empresa, que en los últimos 5 años es superior al 7%; así mismo, y muy a pesar de la volatilidad de las cifras del criterio 8, la empresa muestra una tendencia de estabilidad en el crecimiento de utilidades en su continuidad. Graham recomendaría su atractivo a los inversionistas pues muy a pesar de dependencia de la tasa de uso, viene generando entre otras posibilidades, una estabilidad en el crecimiento de sus utilidades, tiene una deuda respaldada en su patrimonio, y la capacidad de seguir creciendo. En la Tabla 6 se presentan los resultados.

Tabla 6. Análisis de Ben Graham Terminal de Transportes Popayán S.A.

Criterio #1 Una razón UPA/Precio igual a 2 veces el yield de un TES a 10 años			
UPA=	\$	34,21	Precio: \$ 758,0
UPA/Precio			4,51%
Tasa (e.a.) de TES a 10 años (2X)			13,64%
No			
Criterio # 2: Una razón P/UPA menor a 1/2 de la razón más alta en los últimos 5 años			
P/UPA en	12/31/09		20,7
P/UPA en	12/31/10		22,3
P/UPA en	12/31/11		49,9
P/UPA en	12/31/12		23,3
P/UPA en	12/31/13		20,3
	Razón P/UPA actual		22,2
Si			
Criterio # 3: Una razón dividendo por acción/ precio por acción de 1/2 el yield de un TES a 10 años			
Dividendos por acción	\$	34,21	Price: \$ 758,0
Rendimiento por dividendo (D/P)			4,51%
1/2 el yield de un TES a 10 años			3,41%
Si			
Criterio # 4: Un precio por acción menor a 1.5 veces el valor en libros por acción			
Precio por acción			\$ 758,0
Valor en libros por acción	12/31/13		\$ 695,68
150% del valor en libros por acción	12/31/13		\$ 1.043,52
Si			
Deuda (con pago de intereses)	12/31/13		\$ 1.662.820
Valor en libros del patrimonio	12/31/13		\$ 16.322.159
Si			
Criterio # 6: Una razón corriente de dos o más			
Activos corrientes al	12/31/13		\$ 1.256.810
Pasivos corrientes al	12/31/13		\$ 1.060.765
Razón corriente	12/31/13		1,2
No			
Criterio # 7: Crecimiento en utilidades del 7% o más en los últimos 5 años			
UPA en	12/31/13		\$ 34,21
UPA en	12/31/12		\$ 29,28
UPA en	12/31/11		\$ 13,64
UPA en	12/31/10		\$ 27,38
UPA en	12/31/09		\$ 29,18
Si			
Criterio #8 Estabilidad en el crecimiento de utilidades			
UPA en	12/31/13	\$	34,21 17%
UPA en	12/31/12	\$	29,28 115%
UPA en	12/31/11	\$	13,64 -50%
UPA en	12/31/10	\$	27,38 -6%
UPA en	12/31/09	\$	29,18
Si			
Total de puntos (criterios cumplidos) =		6	

12. Bibliografía

Berggrun P, L. (2014). Traducción y adaptación del modelo de Ben Graham provisto por la Universidad de Tulane. Documento presentado en el curso Trabajo de Grado 2 de la Maestría en Finanzas, Universidad ICESI, en Cali, Colombia.

Buenaventura V, G. (2013). *Teoría de inversión en evaluación de proyectos y presupuestación de capital* (2ª.Reimpresión, pp. 149-162). Cali, Colombia: Universidad ICESI.

Colombia. Banco de la República (2014). Informe sobre inflación a diciembre de 2013. Bogotá, D. C. Recuperado el 15 de Abril de 2014, de http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/isi_dic_2013_0.pdf

Colombia. Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas - DANE (2014). IPC. Variación mensual, año corrido y doce meses. 2009 al 2013 (Diciembre). Recuperado el 10 de Abril de 2014 de http://www.dane.gov.co/Dane/reporte_dinamicos.jsp

Colombia. Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas - DANE (2014). Producto Interno Bruto – Colombia. Cuarto trimestre y total anual de 2013 base 2005. Recuperado el 15 de Abril de 2014, de www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/pib/presen_PIB_IVtrim13.pdf

Corporación Nacional de Terminales de Transporte – CONALTER (2014). Informe de gestión 2013. Bogotá D.C., Colombia.

Damodaran A. (2014). Betas por sector a enero de 2014. Recuperado el 18 de febrero de 2014 de http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

García S, O.L. (2003). *Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA* (1ª.ed., pp. 339-372). Medellín, Colombia: Oscar León García Serna.

Terminal de Transportes Popayán S.A. (2014). Informe de sostenibilidad 2013. Popayán, Colombia.

13. Anexos

Anexo 1. Parámetros macroeconómicos

INDICADOR	2009	2010	2011	2012	2013	PROMEDIO
IPC	2,00%	3,17%	3,73%	2,44%	1,94%	2,66%
CRECIMIENTO PIB						
Crecimiento PIB Nal.	1,70%	4,00%	6,60%	4,00%	4,30%	4,12%
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	-1,30%	6,20%	6,60%	4,90%	3,10%	3,90%
Transporte por vía terrestre	-0,80%	4,80%	4,40%	4,80%	1,90%	3,98%
Transporte por vía aérea	3,60%	12,90%	15,50%	6,40%	10,80%	9,84%
DTF (E.A.)	6,33%	3,68%	4,74%	4,81%	4,27%	4,77%
Fuente: Banco de la República y DANE						

Anexo 2. Supuestos utilizados en la valoración.

SUPUESTOS	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
IPC	2,66%	2,66%	2,66%	2,66%	2,66%	2,66%	2,66%	2,66%	2,66%	2,66%	2,66%
INDICE DE PRODUCTIVIDAD	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
PIB SECTOR TRANSPORTE TERRESTRE	3,98%	3,98%	3,98%	3,98%	3,98%	3,98%	3,98%	3,98%	3,98%	3,98%	3,98%
% CRECIMIENTO DE VENTAS	7,7%	8,0%	8,4%	8,7%	9,0%	9,4%	9,8%	10,2%	10,6%	11,0%	11,4%
SPREAD ARRENDAMIENTOS COMERCIALES	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
%INCREMENTO CANON ARRENDAMIENTOS	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
% GASTOS DE ADMINISTRACIÓN Y VENTAS	43%	43%	43%	43%	43%	43%	43%	43%	43%	43%	43%
INGRESOS NO OPERACIONALES	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
TASA DE IMPUESTO DE RENTA	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
DIAS EN EL AÑO	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365
DIAS EN CARTERA	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27
DIAS EN CXP	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34
ADICIONES O VENTAS EQUIPO DE COMPUTO(\$)	\$ -	\$ -	\$ 60.000	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 60.000	\$ -	\$ -
ADICIONES O VENTAS MUEBLES Y ENSERES (\$)	\$ -	\$ 50.000									
ADICIONES O VENTAS DE MAQUINARIA Y EQUIPO (\$)	\$ -	\$ 30.000									
ADICIONES O VENTAS FLOTA Y EQ TRANSPORTE (\$)	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 50.000	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
TOTAL ADICIONES PROPIEDAD PLANTA Y EQUIPO	\$ -	\$ 80.000	\$ 60.000	\$ 50.000	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 60.000	\$ -	\$ -
DEPRECIACIÓN EDIFICIOS	\$ 45.462	\$ 45.462	\$ 45.462	\$ 45.462	\$ 45.462	\$ 45.462	\$ 45.462	45.462	\$ 45.462	\$ 45.462	\$ 45.462
DEPRECIACIÓN MAQ Y EQUIPO	\$ 1.755	\$ 4.880	\$ 4.803	\$ 4.597	\$ 4.300	\$ 3.091	\$ 3.091	3.091	\$ 3.091	\$ 3.091	\$ 3.091
DEP MUEBLES Y ENSERES	\$ 20.301	\$ 17.712	\$ 22.262	\$ 20.431	\$ 18.027	\$ 16.213	\$ 15.844	15.584	\$ 14.774	\$ 10.541	\$ 10.541
DEPRECIACION EQ. COMPUTO Y COMUNICACIONES	\$ 27.647	\$ 25.564	\$ 19.217	\$ 26.289	\$ 12.913	\$ 12.122	\$ 12.122	12.122	\$ 12.090	\$ 12.000	\$ 12.000
DEPRECIACIÓN FLOTA Y EQ.TRANSPORTE	\$ 6.520	\$ 6.520	\$ 6.520	\$ 6.418	\$ 14.050	\$ 10.000	\$ 10.000	10.000	\$ 10.000	\$ -	\$ -
DEPRECIACION DIFERIDA	\$ 127.188	\$ 127.188	\$ 127.188	\$ 127.188	\$ 127.188						
TOTAL DEPRECIACIÓN	\$ 228.873	\$ 227.326	\$ 225.452	\$ 230.386	\$ 221.940	\$ 86.888	\$ 86.519	86.259	\$ 85.418	\$ 71.094	\$ 71.094
SPREAD CREDITO	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
TASA DE INTERES DE LARGO PLAZO DTF+SPREAD	8,17%	8,17%	8,17%	8,17%	8,17%	8,17%	8,17%	8,17%	8,17%	8,17%	8,17%
TASA DE INTERES SOBRE EFECTIVO (EXCEDENTES)	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
NUMERO DE ACCIONES COMUNES EN CIRCULACION	23.462	23.462	23.462	23.462	23.462	23.462	23.462	23.462	23.462	23.462	23.462
CRECIMIENTO A PERPETUIDAD (g)	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%
BETA NO APALANCADO	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86

Anexo 3. Estado de resultados proyectado (\$Miles)

INGRESOS	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
INGRESOS OPERACIONALES	2.369.552	2.560.161	2.774.289	3.015.550	3.288.216	3.597.355	3.949.001	4.350.366	4.810.099	5.338.621	5.948.533
TOTAL INGRESOS	2.369.552	2.560.161	2.774.289	3.015.550	3.288.216	3.597.355	3.949.001	4.350.366	4.810.099	5.338.621	5.948.533
COSTO DE VENTAS Y OPERACIÓN											
COSTO VENTAS SERVICIOS TERMINAL	1.191.052	1.234.597	1.279.734	1.326.521	1.375.018	1.425.289	1.477.397	1.531.411	1.587.399	1.645.435	1.705.592
TOTAL COSTO DE VENTAS	1.191.052	1.234.597	1.279.734	1.326.521	1.375.018	1.425.289	1.477.397	1.531.411	1.587.399	1.645.435	1.705.592
UTILIDAD BRUTA	1.178.500	1.325.564	1.494.556	1.689.030	1.913.198	2.172.067	2.471.604	2.818.954	3.222.699	3.693.186	4.242.941
DEPRECIACIÓN	228.873	227.326	225.452	230.386	221.940	86.888	86.519	86.259	85.418	71.094	71.094
GASTOS DE ADMINISTRACION Y VENTAS	1.030.404	1.113.291	1.206.405	1.311.317	1.429.887	1.564.316	1.717.230	1.891.764	2.091.680	2.321.509	2.586.730
UTILIDAD OPERACIONAL	(80.777)	(15.052)	62.699	147.326	261.372	520.862	667.855	840.932	1.045.602	1.300.583	1.585.117
INGRESOS NO OPERACIONALES											
UTILIDAD EN VENTA DE ACTIVOS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ARRENDAMIENTOS	931.901	1.003.247	1.080.056	1.162.745	1.251.765	1.347.600	1.450.772	1.561.843	1.681.418	1.810.147	1.948.732
SERVICIOS	357.318	410.915	472.553	543.436	624.951	718.694	826.498	950.472	1.093.043	1.257.000	1.445.550
RECUPERACIONES	121.477	139.699	160.654	184.752	212.465	244.334	280.985	323.132	371.602	427.342	491.444
FINANCIEROS	49.078	51.041	53.083	55.206	57.414	59.711	62.099	64.583	67.166	69.853	72.647
DIVIDENDOS Y PARTICIPACIONES	144.684	150.436	156.417	162.636	169.101	175.822	182.811	190.078	197.634	205.489	213.658
DIVERSOS	64.747	74.459	85.628	98.472	113.243	130.229	149.764	172.228	198.063	227.772	261.938
AJUSTES DE EJERCICIOS ANTERIORES	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL INGRESOS NO OPERACIONALES	1.669.205	1.829.798	2.008.391	2.207.246	2.428.938	2.676.391	2.952.928	3.262.337	3.608.925	3.997.604	4.433.968
GASTOS NO OPERACIONALES											
GASTOS NO OPERACIONALES	17.502	17.966	18.444	18.933	19.436	19.952	20.482	21.026	21.585	22.158	22.747
INTERESES CP+LP	113.676	81.579	49.483	17.386	-	-	-	-	-	-	-
AJUSTES EJERCICIOS ANTERIORES	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL GASTOS NO OPERACIONALES	131.178	99.546	67.926	36.319	19.436	19.952	20.482	21.026	21.585	22.158	22.747
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	1.457.251	1.715.200	2.003.164	2.318.254	2.670.874	3.177.301	3.600.301	4.082.242	4.632.942	5.276.029	5.996.338
IMPUESTO DE RENTA	480.893	566.016	661.044	765.024	881.388	1.048.509	1.188.099	1.347.140	1.528.871	1.741.089	1.978.792
UTILIDAD NETA	976.358	1.149.184	1.342.120	1.553.230	1.789.485	2.128.791	2.412.201	2.735.102	3.104.071	3.534.939	4.017.546

Anexo 4. Balance general proyectado (\$Miles)

BALANCE GENERAL	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
ACTIVOS											
ACTIVO CORRIENTE											
EFFECTIVO	554.619	629.195	649.188	701.580	1.369.178	2.052.351	2.706.197	3.436.403	4.193.442	5.109.460	6.134.460
INVERSIONES	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000
DEUDORES	178.269	192.610	208.719	226.870	247.384	270.641	297.097	327.293	361.880	401.642	447.528
OTROS ACTIVOS	8.339	9.386	7.781	8.058	8.356	8.384	8.393	8.195	8.277	8.321	8.314
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	1.241.228	1.331.191	1.365.688	1.436.508	2.124.918	2.831.376	3.511.687	4.271.890	5.063.599	6.019.423	7.090.302
ACTIVO NO CORRIENTE											
INVERSIONES	3.407.552	3.407.552	3.407.552	3.407.552	3.407.552	3.407.552	3.407.552	3.407.552	3.407.552	3.407.552	3.407.552
PROPIEDAD PLANTA Y EQUIPO	5.654.809	5.734.809	5.794.809	5.844.809	5.844.809	5.844.809	5.844.809	5.844.809	5.904.809	5.904.809	5.904.809
DEPRECIACIÓN ACUMULADA	(2.904.785)	(3.132.111)	(3.357.563)	(3.587.949)	(3.809.889)	(3.896.776)	(3.983.295)	(4.069.554)	(4.154.971)	(4.226.065)	(4.297.160)
OTROS ACTIVOS	54.376	55.820	57.303	58.825	60.387	61.991	63.637	65.328	67.063	68.844	70.672
VALORIZACIONES	11.101.013	11.101.013	11.395.856	11.395.856	11.395.856	11.698.530	11.698.530	11.698.530	12.009.243	12.009.243	12.009.243
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	17.312.964	17.167.082	17.297.956	17.119.092	16.898.715	17.116.105	17.031.233	16.946.664	17.233.695	17.164.382	17.095.116
TOTAL ACTIVOS	18.554.192	\$ 18.498.273	\$ 18.663.644	\$ 18.555.600	\$ 19.023.633	\$ 19.947.482	\$ 20.542.920	\$ 21.218.555	\$ 22.297.294	\$ 23.183.805	\$ 24.185.418
PASIVO CORRIENTE											
OPERACIONES DE FINANCIAMIENTO CP	387.500	387.500	387.500								
CUENTAS POR PAGAR	112.041	116.137	250.383	124.784	129.346	134.075	138.977	144.058	149.325	154.784	160.443
OBLIGACIONES LABORALES	111.803	114.772	117.820	120.949	124.161	127.459	130.844	134.319	137.887	141.549	145.309
PROVISION OBLIGACIONES FISCALES	406.847	439.574	476.339	517.763	564.579	617.657	678.034	746.947	825.882	916.628	1.021.348
OTROS PASIVOS	25.619	26.567	28.785	29.254	30.165	30.372	31.400	32.446	33.238	34.100	34.951
TOTAL PASIVO CORRIENTE	1.043.810	1.084.550	1.260.827	792.750	848.251	909.563	979.255	1.057.769	1.146.331	1.247.060	1.362.050
PASIVO NO CORRIENTE											
OPERACIONES DE FINANCIAMIENTO LP	775.000	387.500	-	-	-	-	-	-	-	-	-
OTROS PASIVOS	141.915	145.012	148.746	142.346	139.673	147.351	148.467	149.176	149.264	150.685	152.946
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	916.915	532.512	148.746	142.346	139.673	147.351	148.467	149.176	149.264	150.685	152.946
TOTAL PASIVO	\$ 1.960.725	\$ 1.617.062	\$ 1.409.573	\$ 935.096	\$ 987.924	\$ 1.056.914	\$ 1.127.722	\$ 1.206.946	\$ 1.295.596	\$ 1.397.745	\$ 1.514.996
PATRIMONIO											
CAPITAL SUSCRITO Y PAGADO	2.346.220	2.346.220	2.346.220	2.346.220	2.346.220	2.346.220	2.346.220	2.346.220	2.346.220	2.346.220	2.346.220
RESERVAS	1.278.005	1.392.923	1.278.005	1.433.328	1.612.276	1.825.155	2.066.375	2.339.886	2.650.293	3.003.787	3.405.541
SUPERAVIT POR DONACIONES	11.002	11.002	11.002	11.002	11.002	11.002	11.002	11.002	11.002	11.002	11.002
RESULTADOS EJERCICIOS ANTERIORES	78.157	78.157	78.157	78.157	78.157	78.157	78.157	78.157	78.157	78.157	78.157
RESULTADOS DEL EJERCICIO	976.358	1.149.184	1.342.120	1.553.230	1.789.485	2.128.791	2.412.201	2.735.102	3.104.071	3.534.939	4.017.546
SUPERAVIT POR VALORIZACIONES	11.101.013	11.101.013	11.395.856	11.395.856	11.395.856	11.698.530	11.698.530	11.698.530	12.009.243	12.009.243	12.009.243
REVALORIZACIÓN DEL PATRIMONIO	802.713	802.713	802.713	802.713	802.713	802.713	802.713	802.713	802.713	802.713	802.713
TOTAL PATRIMONIO	\$ 16.593.467	\$ 16.881.211	\$ 17.254.072	\$ 17.620.505	\$ 18.035.709	\$ 18.890.568	\$ 19.415.198	\$ 20.011.609	\$ 21.001.698	\$ 21.786.060	\$ 22.670.422

Anexo 5. Valoración (\$Miles)

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
CALCULO FLUJO DE CAJA LIBRE											
Utilidad despues de impuestos	976.358	1.149.184	1.342.120	1.553.230	1.789.485	2.128.791	2.412.201	2.735.102	3.104.071	3.534.939	4.017.546
(+) depreciación	228.873	227.326	225.452	230.386	221.940	86.888	86.519	86.259	85.418	71.094	71.094
(-) Variación en activos corrientes	155.261	(15.387)	(14.504)	(18.428)	(20.812)	(23.285)	(26.464)	(29.997)	(34.670)	(39.806)	(45.879)
(+) Variación en pasivos corrientes	(16.955)	40.739	176.277	(468.077)	55.501	61.312	69.692	78.515	88.562	100.729	114.990
(-) Variación de activos fijos al costo	-	(80.000)	(60.000)	(50.000)	-	-	-	-	(60.000)	-	-
(+) Interes despues de impuestos de la deuda	76.163	54.658	33.153	11.648	-	-	-	-	-	-	-
(-) Interes despues de impuestos de efec. Y vres	(32.882)	(34.197)	(35.566)	(36.988)	(38.467)	(40.006)	(41.606)	(43.271)	(45.001)	(46.802)	(48.673)
FLUJO DE CAJA LIBRE	\$ 1.386.818	\$ 1.342.323	\$ 1.666.932	\$ 1.221.771	\$ 2.007.647	\$ 2.213.699	\$ 2.500.341	\$ 2.826.608	\$ 3.138.379	\$ 3.620.155	\$ 4.109.079

CALCULO DEL WACC											
beta apalancado (ecuacion de Hamada)	0,90037	0,88645	0,87294	0,86000	0,86000	0,86000	0,86000	0,86000	0,86000	0,86000	0,86000
rs (CAPM)	16,75%	16,60%	16,45%	16,31%	16,31%	16,31%	16,31%	16,31%	16,31%	16,31%	16,31%
Proporcion de deuda	6,55%	4,39%	2,20%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Proporcion de patrimonio	93,45%	95,61%	97,80%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
rd (promedio ponderado de DCP financiera y DLP)	8,17%	8,17%	8,17%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
WACC	16,01%	16,11%	16,21%	16,31%	16,31%	16,31%	16,31%	16,31%	16,31%	16,31%	16,31%

PERPETUIDAD											\$ 45.279.933
FCL A PERPETUIDAD	1.386.818	1.342.323	1.666.932	1.221.771	2.007.647	2.213.699	2.500.341	2.826.608	3.138.379	3.620.155	49.389.011
FACTOR DE VALOR PRESENTE	0,86	0,74	0,64	0,55	0,47	0,41	0,35	0,30	0,26	0,22	0,19

FCL DESCONTADO A PERPETUIDAD		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
		0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
		\$ 1.195.384	\$ 996.486	\$ 1.064.857	\$ 671.051	\$ 948.080	\$ 898.810	\$ 872.852	\$ 848.396	\$ 809.899	\$ 803.238	\$ 9.421.922
Valor de los activos operacionales	\$ 18.530.975											
(+) Efectivo inicial (activo no operacional)	\$ 414.940											
Valor total de los activos	\$ 18.945.915											
(-Deuda de L.P.)	\$ 1.162.500											
Valor del patrimonio de los accionistas	\$ 17.783.415											
Numero de acciones en circulación	\$ 23.462.197											
Precio por acción	\$ 0,758											
	\$ 758											