

Valoración de Empresa

Industrial Axial S.A.S

Banlly Lorena Portillo

Diana Marcela Castro

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

Director del Trabajo de Grado:

Guillermo Buenaventura Vera

Universidad ICESI

Facultad de Ciencias Administrativas y Económicas

Cali, Mayo 2019

CONTENIDO

| | | |
|-------|--|----|
| 1 | PRESENTACIÓN DE LA EMPRESA..... | 6 |
| 2 | OBJETIVO DE LA VALORACIÓN DE INDUSTRIAS AXIAL S.A.S..... | 7 |
| 3 | ANÁLISIS ESTRATÉGICO | 7 |
| 3.1 | OBJETIVO GENERAL. | 7 |
| 3.2 | Objetivos Específicos..... | 8 |
| 3.3 | Entorno Competitivo..... | 9 |
| 3.3.1 | Amenaza de entrada..... | 9 |
| 3.3.2 | Poder de los proveedores | 11 |
| 3.3.3 | Poder de los Compradores | 11 |
| 3.3.4 | Amenaza de los Sustitutos..... | 12 |
| 3.3.5 | Rivalidad entre Competidores Existentes..... | 12 |
| 4 | Gobierno corporativo..... | 13 |
| 4.1 | Directivos de la Compañía | 13 |
| 4.2 | Composición Accionaria..... | 13 |
| 5 | Análisis Externo e Interno. | 15 |
| 5.1 | Análisis DOFA..... | 15 |
| 5.2 | Conclusión Análisis Estratégico | 17 |
| 6 | Análisis Financiero. | 20 |
| 6.1 | Análisis de indicadores financieros | 20 |
| 6.1.1 | Crecimiento y Rentabilidad | 21 |
| 6.1.2 | Endeudamiento y Estructura | 22 |
| 6.1.3 | Liquidez y Actividad..... | 23 |
| 6.2 | Análisis de Pares | 25 |
| 6.3 | Conclusión del Análisis Financiero..... | 26 |
| 7 | Valoración | 27 |
| 7.1 | Metodología de valoración de la compañía..... | 28 |
| 7.2 | Metodología para el cálculo del WACC..... | 30 |
| 7.3 | Valoración por flujos de caja descontados | 32 |
| 7.3.1 | Proyección de ingresos..... | 32 |

| | | |
|--------|---|----|
| 7.3.2 | Proyección de Estado de Resultados..... | 33 |
| 7.3.3 | Proyección de Estado de Situación Financiera | 34 |
| 7.3.4 | Cálculo de tasa patrimonio no apalancado y tasa de la deuda | 34 |
| 7.3.5 | Resultado valoración por flujo de caja libre | 36 |
| 7.4 | Revisión otros criterios de inversión..... | 39 |
| 7.4.1 | Altman Z – Score | 38 |
| 7.4.2 | ¿Qué haría BEN?..... | 43 |
| 8 | Resultados Clave. | 46 |
| 8.1 | WACC | 46 |
| 8.2 | Valor empresa..... | 46 |
| 9 | Conclusiones..... | 48 |
| 10 | Bibliografía | 50 |
| 11 | Anexos | 51 |
| 11.1 | Estado de Situación Financiera 2015 al 2018..... | 51 |
| 11.2 | Estado de Resultados 2015 al 2018..... | 52 |
| 11.3 | Indicadores Financieros 2015 al 2018..... | 53 |
| 11.4 | Benchmarking | 54 |
| 11.4.1 | Indicadores de Apalancamiento y Márgenes | 54 |
| 11.4.2 | Indicadores de Liquidez y Actividad | 55 |
| 11.5 | Valoración | 56 |
| 11.5.1 | Estado de Resultados proyectado | 56 |
| 11.5.2 | Estado de Situación Financiera proyectado | 57 |
| 11.5.3 | Estado Flujo de Efectivo proyectado..... | 59 |
| 11.5.4 | Valoración por año | 60 |
| 11.5.5 | Criterios Ben Graham..... | 61 |

Índice de Gráficos

| | |
|---|-------------------------------|
| Gráfica 1 Ingresos ordinarios versus márgenes de rentabilidad | 21 |
| Gráfica 2. Estructura del Estado de Situación Financiera | 22 |
| Gráfica 3. Razones de liquidez vs Posición de Caja | 24 |
| Gráfica 4 Indicadores de Actividad..... | 25 |
| Gráfica 5 Valor Empresa Escenario Neutral | ¡Error! Marcador no definido. |
| Gráfica 6 Resultados Valoración Escenarios | ¡Error! Marcador no definido. |

Índice de Tablas

| | |
|---|----|
| Tabla 1.Directivos de la Compañía | 13 |
| Tabla 2. Composición Accionaria..... | 13 |
| Tabla 3. Análisis DOFA..... | 15 |
| Tabla 4 Principales cifras de los estados financieros..... | 20 |
| Tabla 5 Construcción Flujo de Caja Libre Periodo “n” | 29 |
| Tabla 6 Proyección de ingresos..... | 33 |
| Tabla 7 Porcentajes utilizados proyección estado de resultados..... | 33 |
| Tabla 8. Beta des-apalancado | 34 |
| Tabla 9. Tasa de la deuda | 36 |
| Tabla 11 Altman Score | 40 |
| Tabla 12 Altman Revisada..... | 42 |
| Tabla 13. ¿Qué haría Ben? | 44 |
| Tabla 14. Resumen Resultados Criterios Inversión Ben..... | 44 |
| Tabla 15 .WACC | 46 |
| Tabla 16. Valor Empresa - Resultados Claves | 47 |

Índice de Ecuaciones

| | |
|--|----|
| Ecuación 1 - Valor Empresa | 29 |
| Ecuación 2 - WACC | 30 |
| Ecuación 3. Retorno Accionistas | 31 |
| Ecuación 4. Coeficiente de prima de riesgo de la empresa frente al mercado | 31 |
| Ecuación 5 Altman Z Score | 39 |
| Ecuación 6 Altman Z revisada | 41 |

1 PRESENTACIÓN DE LA EMPRESA.

Industrias Axial S.A.S (En adelante Axial o la Compañía), es una empresa familiar dedicada a la elaboración de carrocería para vehículos y remolques, como ambulancias, consultorios móviles (médicos y dentales), bancos de sangre, C.A.¹ móviles, viviendas móviles, vehículos de comidas, entre otros. Creada hace 15 años por el señor Leonel Ocampo, un ex empleado de la industria carrocera, quien, junto a su esposa, la señora Sandra Gallego, inician la operación con un primer contrato con la Cruz Roja Seccional Valle para la elaboración de un banco móvil de sangre (entidad que aun hace parte de su portafolio de clientes). Actualmente, su facturación supera los once mil millones de pesos (\$11.000.000.000) anuales y cuenta con 56 empleados, su objetivo a mediano plazo es ser a nivel nacional la empresa líder en su actividad, además de fortalecerse como referente de calidad para Latino América logrando alcanzar exportaciones del 30% de sus ventas.

Desde el año 2010 cuenta con la Certificación ISO 9001:2008, la cual les ha permitido estructurar de una forma más profesional su funcionamiento, mejorando su capacidad de operación y apuntando a facilitar la participación en contrataciones con el sector público, el cual actualmente representa el 80% de sus clientes.

¹ Comando de Acción Inmediata, unidad policial móvil.

2 OBJETIVO DE LA VALORACIÓN DE INDUSTRIAS AXIAL S.A.S

Realizar un análisis con respaldo académico respecto al valor de mercado de Axial S.A.S, el cual determine el valor que deben exigir los actuales accionistas por la participación en su Compañía en caso de recibirse una inyección de capital con el propósito de ampliar la capacidad instalada de la empresa con la cual se logre realizar exportaciones a los países vecinos.

3 ANÁLISIS ESTRATÉGICO

En la presente sección se revisará tanto el *Objetivo General* de la empresa, como sus *Objetivos específicos*, los cuales se enmarcan siempre en la generación de valor para los clientes, empleados y accionistas de la empresa.

3.1 OBJETIVO GENERAL.

El objetivo General de Axial es:

Brindar un alto nivel de satisfacción a las necesidades del transporte intrahospitalario del sector salud, a través de la fabricación de carrocerías para ambulancias y conversiones especiales, mediante los principios básicos de

honestidad, calidad y cumplimiento que permitan entregar a precios competitivos, satisfaciendo los requerimientos de los clientes, cumpliendo la normatividad vigente, contando para ello con personal competente, tecnología e infraestructura cada vez más apropiada y eficiente, mediante la cultura del mejoramiento continuo en los procesos, alcanzando así el reconocimiento y la rentabilidad esperada por los accionistas.

3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

Los objetivos específicos de Axial son los siguientes:

- a. Mejorar continuamente la eficacia de los procesos.
- b. Mejorar la satisfacción de nuestros clientes.
- c. Mejorar la competencia de nuestros trabajadores para asegurar la calidad de los resultados y el beneficio a los clientes y a la empresa.
- d. Mantener y/o mejorar la infraestructura de la empresa mediante la adquisición y mantenimiento permanente de tecnología.
- e. Mejorar la rentabilidad de los accionistas.

3.3 ENTORNO COMPETITIVO.

De acuerdo con Michael E Porter en su artículo titulado “*Las cinco fuerzas competitivas que le dan forma a la estrategia*”², en un análisis completo del entorno competitivo de una empresa es necesario tener presente el impacto de las siguientes cinco fuerzas dentro del desempeño del sector en el que se encuentra inmersa: Poder de negociación en los compradores, poder de negociación en los proveedores, amenaza de nuevos competidores, amenaza de productos o servicios sustitutos y la rivalidad entre los competidores existentes; todo esto con el objetivo de estructurar una estrategia que permita mitigar el efecto de dichas fuerzas dentro de la rentabilidad de la compañía.

3.3.1 Amenaza de entrada

Teniendo en cuenta que los nuevos competidores en un sector ejercen presión sobre los precios, costos y tasa de inversión necesaria para competir (Porter, 2008), se identifica que en la industria carrocería existen importantes barreras de entradas: primero, por los requerimiento de capital para iniciar operación, puesto que para incursionar en la fabricación de carrocería especializada de ambulancias y otras versiones especiales es necesario contar con recursos importantes para comprar las materias primas, que van desde los vehículos para hacer el montaje, pasando por laminas especiales y madera inmunizada, (estos últimos con un alto valor por

² (Porter, 2008)

unidad). Adicionalmente, para percibir una mayor rentabilidad es necesario que la compra de sus materias primas sea en grandes lotes³, debido a que este tipo de industria presenta altos costos fijos y entre mayor sea su producción, más grande serán sus ganancias.

Es importante mencionar que, dado el reconocimiento de Axial, en varias ocasiones sus clientes la prefieren en comparación a otras empresas con precios más bajos, lo cual evidencia *beneficios de escala por parte de la demanda*⁴, teniendo en cuenta que no existen costos implicados por cambiar de un proveedor a otro.

Por último, existen ciertas políticas gubernamentales que impiden que cualquier productor de carrocería ingrese al negocio de, por ejemplo, las ambulancias o CAI móviles, debido a que estos vehículos deben ser construidos con unas especificaciones técnicas al detalle que implican contar con alto nivel de experiencia, lo cual desencadena en que el acceso a los canales de distribución se vean también afectados, porque el único cliente para la carrocería especializada (Estado) no está disponible a cualquier tipo de producto.

³³ Aspecto que Porter (2008) llamó *economías de escala por el lado de la oferta*

⁴ (Porter, 2008) página 4

3.3.2 Poder de los proveedores

A pesar de que Axial tiene concentrado el pedido en pocos proveedores y que éstos no dependen de las compras de la compañía para garantizar su utilidad, esta fuerza ha potencializado durante varios años la operación y las ganancias de la compañía, ya que cuentan con cupos de créditos amplios - dado el precio de, por ejemplo, los vehículos que deben acondicionar – y a plazos considerables que contemplan la opción de pago en el momento en que los clientes de Axial realicen la respectiva cancelación de su deuda.

3.3.3 Poder de los Compradores

Se podría indicar que el poder que tienen los compradores de Axial se define en los grandes plazos que debe esperar para el desembolso del pago de las facturas despachadas, situación que genera un gran estrés en su caja mensual; puesto que a pesar que sus clientes se encuentran reunidos en un selecto grupo de instituciones estatales, o que sus principales productos (ambulancias, CAI móviles, entre otros) tienen unas especificaciones estandarizadas de producción, Axial tiene la gran ventaja al tener una vasta experiencia en licitar por contratos públicos, lo cual impide que sus clientes cuenten con un mayor poder.

3.3.4 Amenaza de los Sustitutos

En la búsqueda de sustitutos para las carrocerías especializadas producidas por Axial, no se encontraron productos que cumplan con las especificaciones y requerimientos normativos que exigen, por ejemplo, los bancos de sangre solicitados por la Cruz Roja o las ambulancias (principal producto).

3.3.5 Rivalidad entre Competidores Existentes

Existen cuatro competidores permanentes en el negocio de la carrocería especializada para el Estado; entre los cuales, aunque concursan con el mismo tipo de bienes, existen evidentes diferencias en el producto terminado, razón por la cual se presentan en algunas ocasiones competencia desleal a través de estrategias de desprestigio, casi siempre frente a licitaciones perdidas. La Gerencia Comercial y Administrativa de Axial evita este tipo de estrategias, enfocándose en mantener la calidad en sus entregas.

4 ESTRUCTURA CORPORATIVA

4.1 DIRECTIVOS DE LA COMPAÑÍA

Los Directivos de la Compañía se detallan en la Tabla 1:

Tabla 1. Directivos de la Compañía

| Nombre | Cargo |
|------------------------|-------------------------|
| Sandra Gallego | Gerente General |
| Leonel Ocampo | Gerente Comercial |
| Nathaly Ocampo Gallego | Director Administrativo |
| Laura Ocampo Gallego | Directora Mercadeo |

Fuente: Información suministrada por Gerencia Axial

4.2 COMPOSICIÓN ACCIONARIA.

La composición accionaria de Axial se detalla en la tabla 2:

Tabla 2 Composición Accionaria

| Nombre | Porcentaje Participación |
|----------------|--------------------------|
| Sandra Gallego | 50% |
| Leonel Ocampo | 50% |

Fuente: Información suministrada por Gerencia Axial

Sandra Gallego es administradora de empresas de la Universidad del Valle, quien, antes de la fundación de Industrias Axial, laboró en el sector de fondos de empleados; por su parte, Leonel Ocampo siempre estuvo en el sector carrocero, desempeñándose gran parte de su época como empleado en el área comercial, lo cual le permitió conocer la cartera de clientes de lo que años después sería su empresa.

5 ANÁLISIS EXTERNO E INTERNO.

5.1 ANÁLISIS DOFA.

En la Tabla 3 se muestra el análisis DOFA.

Tabla 3. Análisis DOFA

| | OBSTACULIZADOR | FACILITADOR |
|----------------|--|--|
| INTERNO | <p>DEBILIDADES</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Reciente situación de impago en cuotas de créditos, que generó una reestructuración y mala calificación en centrales de riesgos de la compañía. 2. No se cuenta con cupos de créditos para posibles requerimientos de capital de trabajo o liquidez a corto plazo. 3. Elevados costos fijos de producción que producen bajos márgenes de utilidad frente a pequeñas ordenes de producción (empleados costosos, por ejemplo). 4. Capacidad Instalada en Desuso. 5. Dificultad en la adaptación para la operación a maquinaria moderna por parte del personal con mayor edad. | <p>FORTALEZAS</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Reconocida experiencia de la compañía en el gremio de fabricación de carrocería. 2. Personal con experiencia tanto en el proceso de producción como en el área administrativa, que resulta en lotes de producción de gran calidad y eficiente logística de entrega. 3. Estrategia consolidada en licitaciones del sector público, la cual les permite una efectividad del 80% en adjudicación. 4. Gran inversión en capital fijo, a través de maquinaria moderna que permite una producción en masa. 5. Amplias Instalaciones Físicas, que permiten una cómoda operación de la empresa, hasta la posibilidad de almacenar su inventario. 6. Servicio post venta estructurado para conocer el nivel de satisfacción de los clientes a través de encuestas de calidad en el primer y sexto mes de la entrega. |

| | OBSTACULIZADOR | FACILITADOR |
|----------------|---|---|
| EXTERNO | <p>AMENAZAS</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Amplios plazos de pago por parte de sus clientes. 2. A pesar de un importante incremento en el gasto público en salud (30,7%), sólo se destinará un 2,1% del total al gasto en adecuaciones, mejoras y compras de activos, entre éstos ambulaciones y CAI móviles. 3. Competencia desleal por parte de sus competidores. 4. El concurso en el sector público implica estrictos requisitos legales que dificulta en ocasiones la participación. | <p>OPORTUNIDADES</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Buenas relaciones con proveedores grandes, que permite no estresar la caja de la compañía al inicio de la producción de los contratos adjudicados. 2. En su mayoría clientes institucionales, que disminuyen el riesgo de impago. 3. Sector muy especializado que dificulta el fácil ingreso de más competidores. 4. Amplio conocimiento de su competencia, estrategias y tipo de producto. 5. El portafolio de productos ofrece también carrocería diseñada para actividades del sector privado. 6. El Estado se encuentra generando varias licitaciones grandes, principalmente en Antioquia y la Costa Caribe. 7. Contacto inicial con posibles clientes extranjeros (Ecuador). |

Fuente: Elaboración propia

| | | | |
|----------------------|----------------------|---------------------------|------------------------------|
| | FACT INTERNOS | FORTALEZAS | DEBILIDADES |
| FACT EXTERNOS | | | |
| OPORTUNIDADES | | Estrategias FO Ofensivas | Estrategias DO Defensivas |
| AMENAZAS | | Estrategias FA Defensivas | Estrategias DA Supervivencia |

Estrategias FO Ofensivas

- Realizar convenio de mercado con sus proveedores de la industria automotriz, de manera que en el momento en que en los concesionarios identifiquen algún cliente privado que compra su marca con el fin de equipar al vehículo con algún tipo de carrocería especial, refieran a Axial para dicho trabajo; en donde aplique cierto porcentaje de descuento.
- Revisar el costo de contratar maquila para los productos más costosos de su portafolio, de manera que se pueda controlar el costo fijo de la empresa.
- Retomar y consolidar contacto comercial en el extranjero de manera que su horizonte de mercado se expanda.

Estrategias FA Defensivas

- Dirigir importantes esfuerzos en desarrollar negocios con el mercado privado, a través de inversión en publicidad, enfatizando en los diferentes tipos de carrocería que se produce (vehículos de comida, viviendas móviles).

- Buscar concesionarios donde comercialicen vehículos apropiados para el montaje de vehículos de comida y realizar alianzas comerciales donde se obtenga cierto descuento por contratar el montaje de carrocería especializada en restaurantes.

Estrategias DO Defensivas

- Potencializar las relaciones comerciales con los proveedores, de manera que se logren acordar cupos de créditos más grandes y por mayor plazo, ofreciendo el pago de intereses, siempre y cuando sea una tasa menor a la cobrada por el sector financiero.
- Realizar estudio de mercado internacional, de manera que, además del prospecto extranjero que se tiene (Ecuador), se logré abrir puertas con otros países y se logré una utilización plena de los recursos disponibles.

Estrategias DA Supervivencia

- Restringir el despacho de vehículos terminados a clientes con mal hábito de pago.
- Realizar un relevo generacional en el personal del área de producción de manera que la barrera de adaptación a nuevas tecnologías se termine.
- Incursionar en líneas de carrocerías más pequeñas y diseñar estructuras para ventas informales a bajos precios de mercado.

5.2 CONCLUSIÓN ANÁLISIS ESTRATÉGICO

Actualmente Axial cuenta con importantes fortalezas en su estructura física, estratégica y en sus lineamientos logísticos, las cuales se podrían clasificar como fortalezas de alta dificultad de consecución; y al revisar sus oportunidades, es evidente que cuenta con una gran probabilidad de crecimiento a largo plazo puesto que son situaciones que potencializan las relaciones con sus proveedores y clientes con muy bajo riesgo crediticio, además de no presentar fácilmente competencia directa. No obstante, su estructura financiera está presentando serias dificultades en la generación de flujos de caja que permitan soportar la operación de la compañía dado los altos plazos de recaudo de las cuentas por cobrar, mostrando una necesidad urgente de plantear estrategias en pro de mejorar la dinámica de ingreso de recursos hacia la compañía, permitiendo aprovechar plenamente las codiciadas fortalezas y oportunidades que tienen.

6 ANÁLISIS FINANCIERO.

6.1 ANÁLISIS DE INDICADORES FINANCIEROS

Los siguientes son los principales rubros de Industrias AXIAL S.A.S para los años 2015 al 2018 (Ver tabla 4). La composición de cada rubro se presenta en los anexos 11.1 y 11.2; **Error! No se encuentra el origen de la referencia.**, las cifras se presentan a continuación en millones de pesos:⁵

Tabla 4 Principales cifras de los estados financieros

| | <u>2015</u> | <u>2016</u> | <u>2017</u> | <u>2018</u> |
|---------------------|--------------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| | <i>(Cifras en millones de pesos)</i> | | | |
| Activos totales | 10.283 | 15.937 | 12.327 | 12.226 |
| Pasivos totales | 5.189 | 9.412 | 5.398 | 5.901 |
| Ingresos Ordinarios | 13.663 | 11.931 | 11.477 | 10.427 |
| Utilidad Neta | 291 | 75 | 400 | 349 |

Fuente: Estados Financieros Axial

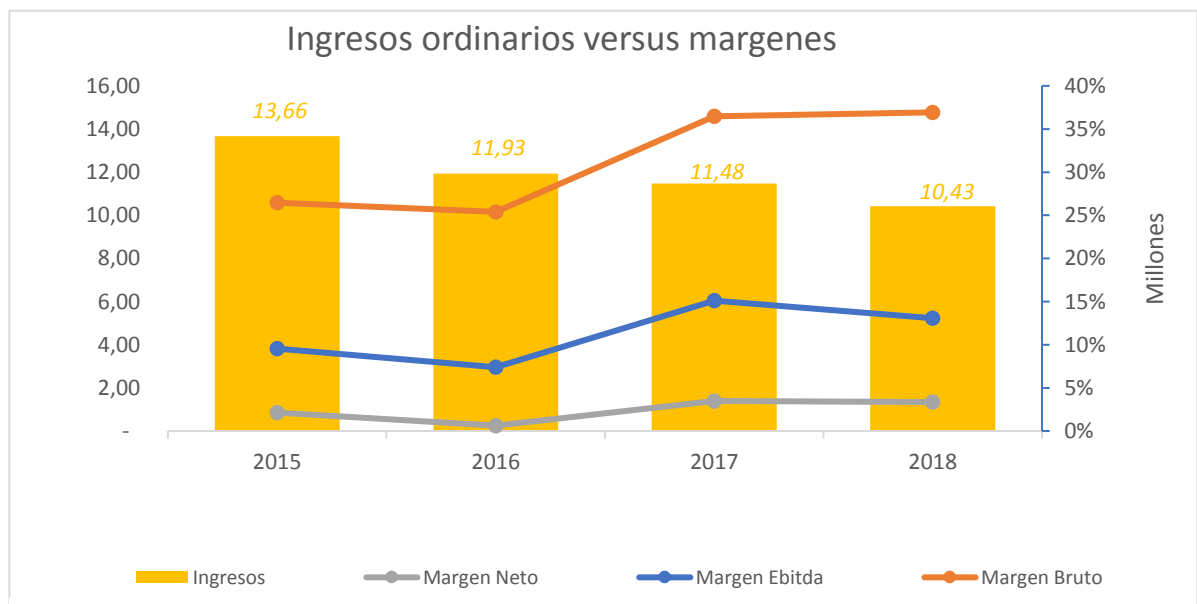
Adicionalmente, en el anexo 11.3 se muestran los indicadores de liquidez, actividad, endeudamiento, rentabilidad y crecimiento para los años 2015 al 2018. El análisis de los principales indicadores se realiza en los numerales siguientes.

⁵ Las cifras en este documento se presentan en millones de pesos a menos que se indique expresamente lo contrario.

6.1.1 Crecimiento y Rentabilidad

Los ingresos ordinarios han disminuido \$3.236 millones durante los tres últimos años, tal como se muestra en la Gráfica 1. Sin embargo, la Compañía ha implementado eficiencias que ha permitido la disminución en costos de ventas, lo cual ha generado un aumento sostenido del margen bruto en 2016, 2017 y 2018. Respecto al Margen Neto (MN) y Margen EBITDA (ME),⁶ ambos cayeron en 2018 respecto al año anterior, esto debido a que el total de los gastos de administración y de ventas que había permanecido estable durante los años 2015 al 2017, tuvo un aumento de 4% en 2018.

Gráfica 1 Ingresos ordinarios versus márgenes de rentabilidad



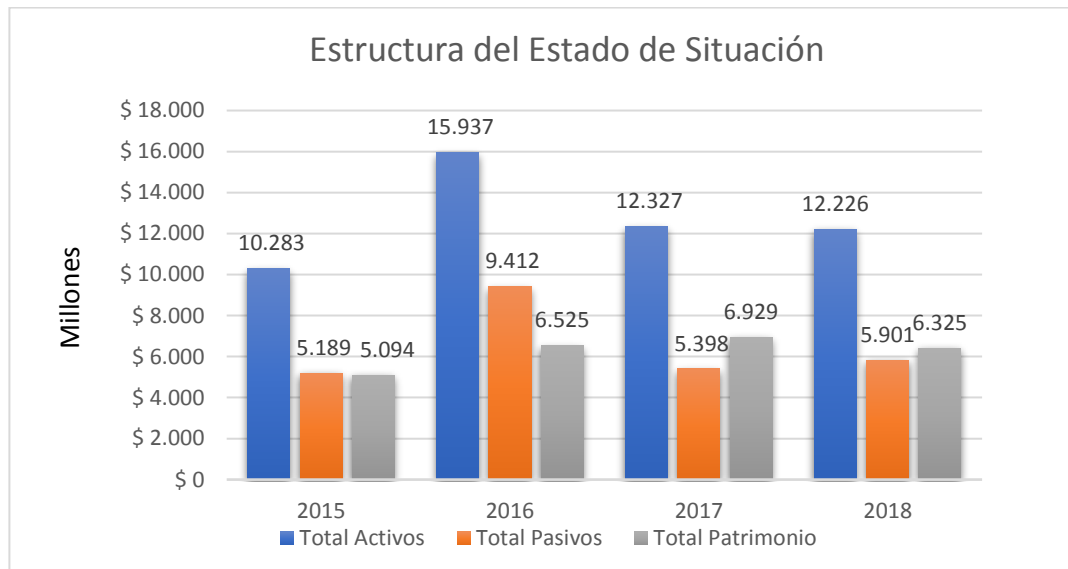
Fuente: Estados Financieros Axial, elaboración propia.

⁶ EBITDA: Sigla en inglés de “Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization”, que significa Utilidad antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

6.1.2 Endeudamiento y Estructura

Como se observa en la Gráfica 2. *Estructura del Estado de Situación Financiera*, en la estructura del Estado de Situación Financiera no se evidencia una tendencia creciente o decreciente en los activos y pasivos durante los cuatro (4) años evaluados.

Gráfica 2. Estructura del Estado de Situación Financiera



Fuente: Estados Financieros Axial, elaboración propia.

Respecto al apalancamiento total⁷ (endeudamiento con terceros) la Compañía presenta en 2016 la cifra más alta, del periodo analizado, con 59,05%; bajando un

⁷ Ver fórmulas de indicadores y resultados de todos los años en el anexo 11.3.

15,27% en el 2017 (43,79%), para después fijarse en 48% en el 2018. En contraste, el apalancamiento financiero subió 10% en 2017 (pasando de un 14% en 2016 a un 24% en 2017) y finalmente subió sólo un 2% en 2018 quedando en un 26%, lo cual indica que la empresa alterna su fuente de apalancamiento entre el sector financiero y sus proveedores, principalmente.

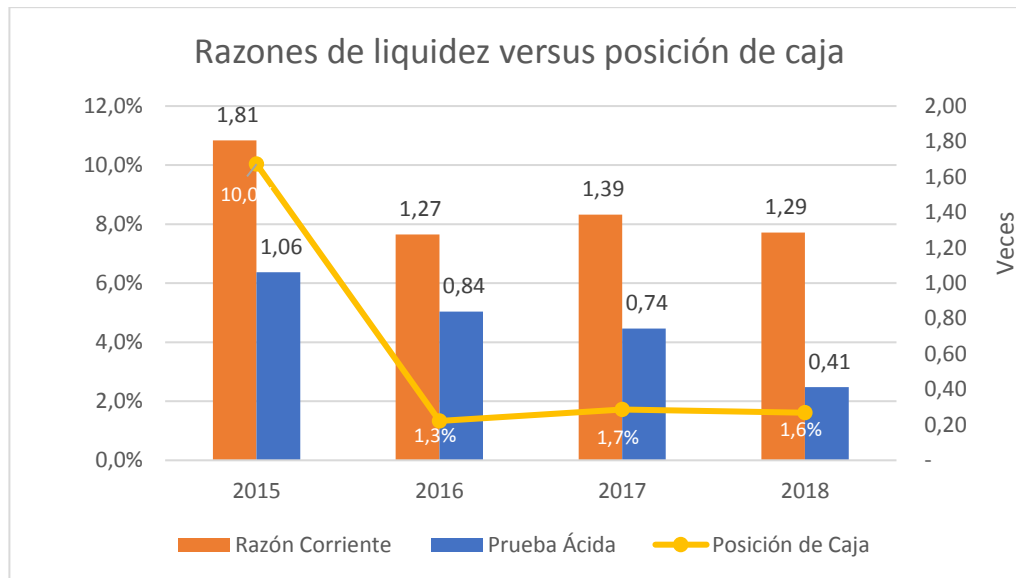
Adicionalmente, durante 2017 y 2018 el indicador de cobertura de intereses fue de 2,04 veces. Sin embargo, este nivel de cobertura de intereses sigue siendo bajo dado que, después de cubrir intereses e impuestos de renta, el margen neto de la compañía para 2017 y 2018 fueron del 3,48% y 3,34%, respectivamente.

6.1.3 Liquidez y Actividad

Durante el periodo analizado (2015 a 2018) la razón corriente es mayor a uno (1) veces, indicando que la compañía disponía de suficientes activos corrientes, convertibles en efectivo, en el corto plazo, para cubrir todos sus pasivos corrientes. Sin embargo, al evaluar el indicador de la prueba ácida (Ver Gráfica 3. Razones de liquidez vs Posición de Caja) - la cual excluye a los inventarios y activos con un tiempo mayor de conversión en efectivo- se observa una tendencia decreciente, por lo que se puede decir que la liquidez de la Compañía está debilitándose por un aumento en el nivel de inventarios en los dos últimos años. Por otra parte, la posición

de caja de la Compañía se ha mantenido relativamente estable entre los años 2016 al 2018.

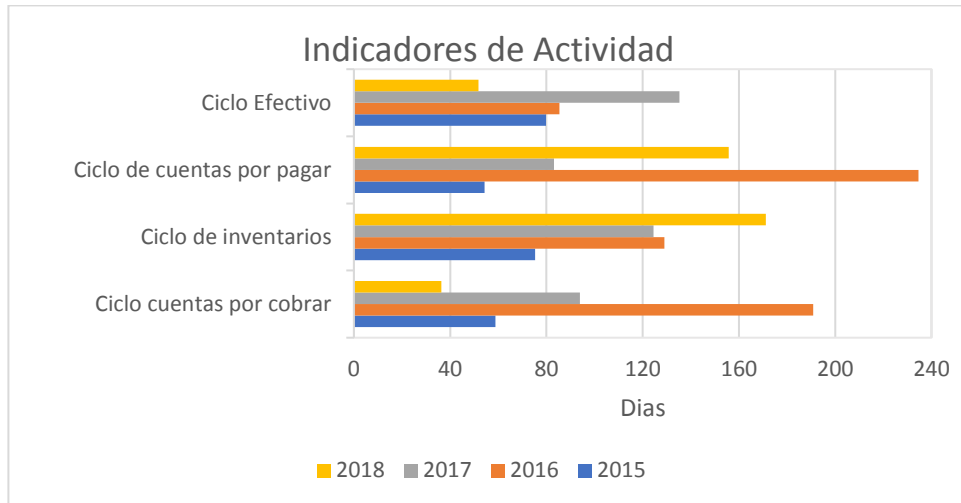
Gráfica 3. Razones de liquidez vs Posición de Caja



Fuente: Estados Financieros Axial, elaboración propia.

En cuanto a los indicadores de actividad tal como se observa en la Gráfica 4, el ciclo de efectivo presenta un nivel creciente hasta 2017, aumentando 55 días en dos años, lo cual evidenciaba una baja eficiencia en el uso del capital de trabajo. No obstante, para 2018 el ciclo de efectivo disminuyó 83 días, explicado tanto por una caída en el tiempo promedio de pago de los clientes como por un gran aumento del tiempo de pago a sus proveedores.

Gráfica 4 Indicadores de Actividad



Fuente: Estados Financieros Axial, elaboración propia.

6.2 ANÁLISIS DE PARES

Se determinó los pares de Axial como las empresas pertenecientes al código CIIU⁸ C2920 “Fabricación De Carrocerías Para Vehículos Automotores; Fabricación de Remolques y Semirremolques”. Para realizar este análisis se consultaron los indicadores de la base de datos IBIS de las primeras 10 empresas (según ingresos operacionales), pertenecientes a este CIIU.

Axial presenta un apalancamiento total del 44%, el cual es un 5% mayor al promedio de la industria. En cuanto a los márgenes de rentabilidad bruta, operacional y neta, Axial esta cercano a la media de los pares analizados. Sin embargo, su principal

⁸ Clasificación de Actividades Económicas, Revisión 4 adaptada para Colombia.

competidor, Carrocerías el Sol S.A.S, presenta una posición financiera menos riesgosa y mayor rentabilidad representados en un menor apalancamiento total y mayores márgenes que Axial y los datos promedios de sus pares, (Ver detalle por empresa y promedios en el anexo 11.4.1.)

En el caso de los indicadores de liquidez, Axial posee menor liquidez que el promedio de sus pares, dado que los indicadores de rotación y la razón de liquidez están por debajo del promedio. Por otra parte, la Compañía presenta una menor rotación de efectivo que Carrocerías el Sol, representado en una menor rotación de cartera y de inventarios. (Ver detalle por empresa y promedios en el anexo 11.4.2).

6.3 CONCLUSIÓN DEL ANÁLISIS FINANCIERO

La Compañía debe implementar planes de acción para disminuir su nivel de inventario y así fortalecer su liquidez y la eficiencia en el uso del capital de trabajo. Adicionalmente, debe seguir trabajando en disminuir su ciclo de efectivo manteniendo su rotación de cuentas por cobrar baja, con medidas alineadas a su planeación estratégica como la consecución de clientes del sector privado con menores tiempos de pago, solicitudes de anticipos, entre otras. Y, podrían disminuir la rotación de cuentas por pagar, dado que un lapso de pago alto podría originar cierre de cupos de crédito con proveedores y sobrecostos.

Para aumentar la rentabilidad de la Compañía, debe mantener el margen bruto actual y realizar un análisis detallado de los gastos administrativos y de ventas para disminuirlos y así mejorar el margen operativo y neto.

7 VALORACIÓN

La valoración de Axial se llevará a cabo utilizando el método de *Flujo de Caja Libre* (FCL), expuesto por primera vez en el año 1958 *por* (Miller), con el cual se estima el valor de una compañía a través de los flujos de caja libre que se proyectan hacia el futuro, traídos a valor presente mediante el descuento a una tasa que mide el costo de capital ponderado (WACC) para los financiadores en una empresa: accionistas y bancos.

En esta metodología se tendrán en cuenta cifras históricas de la empresa en los últimos cuatro años con el propósito de realizar las proyecciones requeridas de cifras endógenas a la operación (Estado de situación Financiera y Estado de resultados) para los próximos 10 años; y se emplearán proyecciones de variables exógenas de carácter macroeconómico (IPC, IPP, etc.) para completar la información necesaria en el proceso.

Adicionalmente, se revisarán otros criterios de inversión como Altman Z-score y otros, de manera que se logre contar con otra visión de la teoría que rige el campo de la valoración de empresas.

7.1 METODOLOGÍA DE VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA

Tomando como insumo la información contenida en los Estados Financieros para los años 2015, 2016, 2017 y, puntualmente, 2018, se proyectaron todos los rubros tanto del Estado de Situación Financiera como del Estado de Resultados, tomando, además para este último, información de proyecciones macroeconómicas⁹ respecto al índice de precios al consumidor y al productor, con el objetivo de mitigar la incertidumbre de los flujos resultantes, de manera que las estimaciones estuviesen ajustadas al contexto real durante los próximos 10 años, lapso determinado como el de revisión.

A partir de lo anterior, se establece el insumo para generar los flujos de caja necesarios y se establece el valor de la empresa según la Ecuación 1:

⁹ Variables consultadas en el Banco de la República de Colombia

Ecuación 1 - Valor Empresa

$$VALOR EMPRESA = \sum_{t=1}^n \frac{FCL_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{Valor de Continuidad_n}{(1 + WACC)_n} \quad (1)$$

La construcción de los flujos de caja libre (FCL) para cada periodo se calcula de la forma explicada en la Tabla 5. La metodología para la tasa de descuento utilizado (WACC) en el numeral 7,2.

Tabla 5 Construcción Flujo de Caja Libre Periodo “n”

| FLUJO DE CAJA LIBRE | |
|---|-------------|
| Utilidad Neta | UDI |
| (+)Depreciación del Periodo | DEPP |
| (+)Intereses Después de Impuestos (Escudo Fiscal) | INT(1-T) |
| (+)Capital de Trabajo Neto Operativo | Δ TNOC |
| (+)Inversión en activos fijos | Δ Inver |
| =Flujo de caja libre | =FCL |

Fuente: (Benavidez, 2018)

- **Total Capital Operativo Neto TNOC.** Corresponde al capital de trabajo más la suma del resultado de restar los rubros del activo que no son activos de inversión y los otros pasivos que no sean deuda.
- **Inversión en activos fijos:** Corresponde a la inversión en propiedad, planta y equipo e intangibles, en general en activos de largo plazo que realice la compañía en el año.

- **Escudo Fiscal de la Deuda:** Se entiende como el beneficio que percibe la empresa vía disminución de impuestos, por concepto del pago realizado en intereses de deuda.

7.2 METODOLOGÍA PARA EL CÁLCULO DEL WACC

El costo promedio ponderado del capital o WACC¹⁰ (Ecuación 2), se resume como el costo de oportunidad asumido por los accionistas de la empresa al decidir invertir su capital en ésta y no en otra opción de inversión (Buenaventura, Teoría de Inversión, 2017). Su estructura viene dada por:

Ecuación 2 - WACC

$$WACC = K_e(1 - r_D) + K_D(1 - T)r_D \quad (2)$$

Donde :

r_D ----- Porcentaje de deuda sobre los activos.

T ----- Tasa de impuestos.

K_D ----- Tasa de interés deuda.

¹⁰ Siglas en inglés (Weighted Average Cost of Capital).

Dado que no se conoce la tasa de retorno exigida por los accionistas, se implementa la teoría financiera expuesta por el *Modelo de Valoración de Activos de Capital* o CAPM (Buenaventura, Teoría de Inversión, 2017), con la cual:

Ecuación 3. Retorno Accionistas

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad (3)$$

Con

Ecuación 4. Coeficiente de prima de riesgo de la empresa frente al mercado

$$\beta = \beta_0 + \left[1 + \frac{D}{E}(1 - T)\right] \quad (4)$$

β : Coeficiente de prima de riesgo de la empresa frente al mercado¹¹

β_0 : Coeficiente de prima de riesgo de la empresa libre de deuda¹²

D : Deuda de la empresa

E : Nivel de capital propio a precios de mercado

T : Tasa impositiva.

¹¹ El Costo de Oportunidad. Pag 15. Buenaventura 2019

¹² Ibid.

7.3 VALORACIÓN POR FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS

7.3.1 Proyección de ingresos

Dado que las ventas en los últimos años han tenido una tendencia decreciente, se definió proyectar las ventas de los próximos diez (10) años se utilizó información el promedio de las proyecciones de diferentes analistas económicos¹³ en relación al crecimiento del PIB y la inflación en términos reales para el año 2019 y 2020, un escenario neutral, es decir el valor de la empresa sin hacer cambios significativos de estrategia. El aumento anual de los ingresos estará explicado por el factor “precio” -a través de la variable Inflación- y el factor “cantidades” a través del crecimiento del PIB.

A partir del 2021, se dejó constante el impacto de las cantidades en 3,3% (igual al 2020 según la información consultada) y el IPC en 3%, de acuerdo a la meta de inflación promedio del Banco de la República. Tomando como ingreso base el año 2018, la 6 muestra las proyecciones por los siguientes 10 años:

¹³ (BANCO DE LA REPÚBLICA DE COLOMBIA, 2018) “*Pronósticos_analistas_informe_inflación*”. Diciembre 2018, Cuadro A1 y A2

Tabla 6 Proyección de ingresos

| Año | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Aumento en Cantidad | 3,20% | 3,30% | 3,30% | 3,30% | 3,30% | 3,30% | 3,30% | 3,30% | 3,30% | 3,30% |
| Aumento en Precio | 3,5% | 3,2% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% |
| Total Aumento | 107% | 107% | 106% | 106% | 106% | 106% | 106% | 106% | 106% | 106% |
| % | 6,8% | 6,6% | 6,4% | 6,4% | 6,4% | 6,4% | 6,4% | 6,4% | 6,4% | 6,4% |

Fuente: Elaboración propia.

7.3.2 Proyección de Estado de Resultados

Con base en la proyección de ingresos ordinarios (explicada en el numeral 7.3.1) se calculó el estado de resultados en el cual se detalla en el anexo 11.5.1. La proyección del costo de ventas, los gastos administrativos y gastos de ventas usando el porcentaje promedio que estos rubros representaron de los ingresos de los últimos cinco (5) años. Para el caso del gasto por impuesto se utilizó las tasas aplicables para cada año según la reforma tributaria de diciembre de 2018. Los porcentajes utilizados se muestran en la tabla 7, como sigue:

Tabla 7 Porcentajes utilizados proyección estado de resultados

| Rubro | % utilizado |
|--------------------------|--------------------|
| Costo de ventas | 80% |
| Gastos de Administración | 6,7% |
| Gasto de Ventas | 5,8% |

Fuente: Elaboración propia.

7.3.3 Proyección de Estado de Situación Financiera

Con base en la proyección de estado de resultados (explicada en el numeral 7.3.2) se calculó la proyección de los saldos de las cuentas por cobrar, inventarios y cuentas por pagar usando los respectivos ciclos promedio de los últimos cinco (5) años. El detalle por año del estado de situación financiera proyectado se muestra en el anexo 11.5.2. Para las cuentas por cobrar e inventarios se multiplicó los ciclos por los ingresos ordinarios y para las cuentas por pagar se multiplicó el ciclo de cuentas por pagar por el costo de ventas. Para el caso del pasivo por impuestos de calculó como el porcentaje de retención legal aplicable a los ingresos de cada año, menos el gasto por impuesto de renta calculado en el estado de resultados de cada año.

7.3.4 Cálculo de tasa patrimonio no apalancado y tasa de la deuda

El cálculo de beta des-apalancado (B_0) se obtuvo de la información publicada por (Damodaran, Emerging, US, etc), se realizó el promedio simple de los sectores de Auto Partes, como se muestra en la Tabla 8.

Tabla 8. Beta des-apalancado

| Sector | Región | Beta desapalancado |
|---------------|---------------------|---------------------------|
| Auto Parts | Mercados emergentes | 1,16 |
| Auto Parts | Estados Unidos | 1,00 |
| | Promedio B_0 | 1,08 |

Fuente: (Damodaran, Emerging, US, etc)

Se determinó la tasa libre de riesgo (k_f) en 3,01%, como el promedio simple de la tasa de los bonos de Estados Unidos (k_f) consultada en (Treasury USA) de 20 años (2,83%) y 30 años (3,01%).

La prima de riesgo de mercado ($k_m - k_f$) para Colombia utilizada es de 8,56%, se obtuvo de la información publicada por (Damodaran, Country Risk Premium), se utilizó el promedio de las dos tasas publicadas por Damodaran: Equity Risk Premium Rating (8,60%) y Equity Risk Premium CDS(8,51%).

El cálculo la tasa de patrimonio no apalancado se calcula reemplazando la información anterior en la fórmula $k_0 = k_f + b_0 \cdot (k_m - k_f)$, resultando en una tasa de 12,16% en dólares, se determinó la tasa en pesos como 16,23%.

El cálculo del costo de la deuda (k_d) se realizó como el promedio ponderado de las tasas vigentes de las obligaciones financieras vigentes al 31 de diciembre de 2018, como se muestra en la Tabla 9.

Tabla 9. Tasa de la deuda

| Entidad Financiera | % | Saldo Capital 2018 | Dic Plazo (meses) | DTF | Puntos | Tasa total |
|---------------------------|-------------|-----------------------------------|------------------------------|------------|-----------------------|-------------------|
| Bancolombia | 3% | 64.388 | 36 | 4,52% | 6% | 10,52% |
| Bancolombia | 16% | 355.137 | 36 | 4,52% | 6% | 10,52% |
| Bancolombia | 4% | 80.627 | 36 | 4,52% | 6% | 10,52% |
| Davivienda | 24% | 521.909 | 36 | 4,52% | 8,50% | 13,02% |
| Occidente y Leasing | 53% | 1.168.381 | 49 | 4,52% | 6% | 10,52% |
| | 100% | 2.190.442 | | | Tasa ponderada | 11,12% |

Fuente: Información suministrada por Gerencia Axial

7.3.5 Resultado valoración por flujo de caja libre

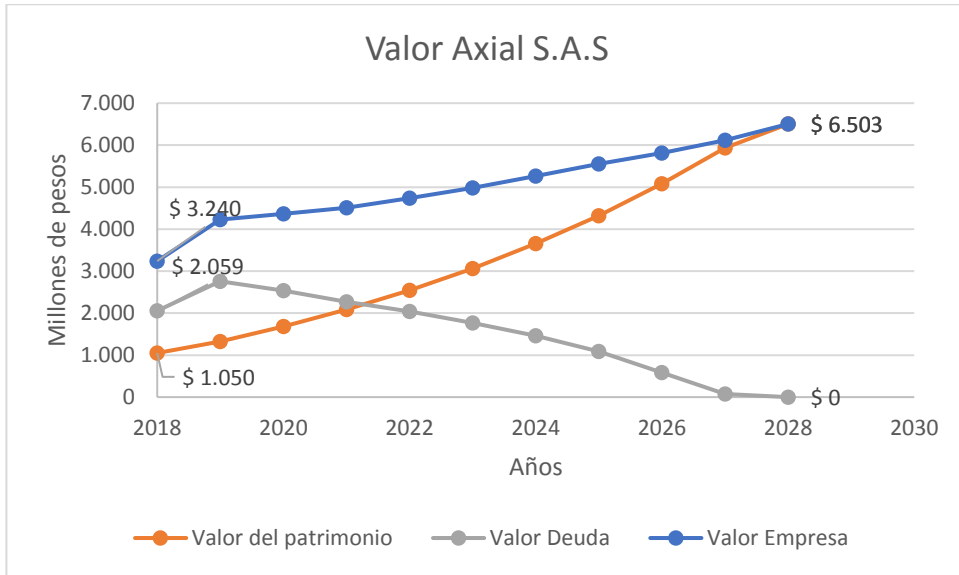
De acuerdo a la metodología explicado en los numerales 7.1, 7.2 y 7.3.1 – 7.3.4. el valor de la empresa al 1 de enero 2019 es de \$3.240 millones, en un escenario neutral; es decir, sin hacer cambios significativos de estrategia, el valor del patrimonio es de \$1.181 millones y la Deuda neta es de \$2.059 millones, como se muestra en la gráfica 5 . El detalle del flujo de efectivo y el valor de la empresa para cada año se detalla en el anexo 11.5.3 y 11.5.4, respectivamente.

Adicionalmente, tal como se muestra en la gráfica 5 y 6 se revisarán dos escenarios alternos, en donde, a partir de la modificación de variables operativas, manteniendo las demás estables, se evaluará el cambio en el valor de la compañía a precios de mercado:

a) Escenario Optimista:

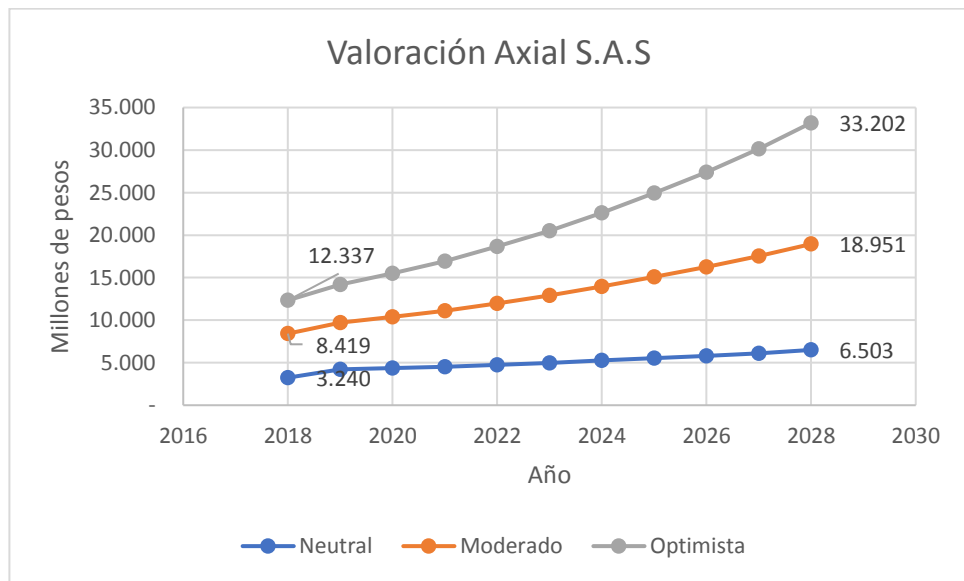
- Incremento de las ventas en 10% durante el periodo de evaluación (2019 a 2028)
 - Disminución de los gastos administrativos y de ventas en 100 puntos básicos (como porcentaje de los ingresos), pasando de 6,7% y 5,8% respectivamente a 5,7% y 4,8%.
- b) Escenario Moderado:
- Incremento de las ventas en 8% durante el periodo de evaluación
 - Disminución de los gastos administrativos y de ventas en 50 puntos básicos, pasando de 6,7% y 5,8% respectivamente a 5,2% y 5,3%.
- c) Escenario Neutral: Se toma dicho escenario con la información resultando de la información dada en los puntos 7.3.2 y 7.3.3.

Gráfica 5. Valor de Empresa Escenario Neutral



Fuente: Proyecciones Propias

Gráfica 6. Resultados Valoración Escenarios



Fuente: Proyecciones Propia

7.4 REVISIÓN OTROS CRITERIOS DE INVERSIÓN

7.4.1 Altman Z – Score

Como primer criterio de inversión alternativo se tiene el método expuesto por (Altman, 1968), con el cual se evalúa la estabilidad financiera de una empresa a través de la siguiente fórmula que mide la probabilidad de quiebra de ésta:

Ecuación 5 Altman Z Score

$$\text{Altman Z – Score} = 1,2 X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 1,0X_5$$

Donde

$$X_1 = \frac{\text{Kapital de Trabajo}}{\text{Total Activos}} = \frac{\text{Activo Corriente}_t - \text{Pasivo Corriente}_t}{\text{Valor Empresa año}_t}$$

$$X_2 = \frac{\text{Utilidades No Distribuidas}}{\text{Total Activos}} = \frac{\text{Utilidades No Distribuidas}_t}{\text{Valor Empresa año}_t}$$

$$X_3 = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Total Activos}} = \frac{\text{EBITDA}_t}{\text{Valor Empresa año}_t}$$

$$X_4 = \frac{\text{Capitalización Bursatil}}{\text{Deuda Total}} = \frac{\text{Valor Empresa año}_t - \text{Pasivo Total}_t}{\text{Deuda Total}_t}$$

$$X_4 = \frac{\text{Ventas Netas}}{\text{Total Activos}} = \frac{\text{Ventas}_t}{\text{Valor Empresa año}_t}$$

Con base al resultado de la ecuación descrita se conocerá la probabilidad de quiebra de una empresa, la cual se clasificará como “zona segura”, “zona gris” o “zona de peligro”, como se muestra en la Tabla 10.

Tabla 10 Altman Score

| Z - Score | Riesgo de Quiebra | |
|---------------|--|-----------------|
| Z > 2,6 | Compañía con bajo riesgo de quiebra | Zona Segura |
| 1,1 < Z < 2,6 | Acreedores actúan con cautela frente a la operación de la compañía | Zona Gris |
| Z < 1,1 | Compañía en quiebra dentro de los siguientes dos años de operación | Zona de Peligro |

Fuente: (Buenaventura, Ben y Altman Ejemplo Solución, 2019)

(Trujillo Ospina & Belalcazar Grisales, 2016) Se tiene que el modelo Z-Score de Altman pudo haber anunciado la quiebra de, por lo menos, 15 empresas pymes en Colombia en una situación de cierre actual, sí se hubiese aplicado la ecuación sobre sus cifras financieras los últimos tres años. Una nueva revisión del modelo arrojó los coeficientes que se muestran en la Ecuación 6:

Ecuación 6 Altman Z Empresas Privadas.

$$\text{Altman } Z - \text{Score} = 0,717 X_1 + 0,847X_2 + 3,107X_3 + 0,420X_4 + 0,998X_5$$

Donde

$$X_1 = \frac{\text{Kapital de Trabajo}}{\text{Total Activos}} = \frac{\text{Activo Corriente}_t - \text{Pasivo Corriente}_t}{\text{Total Activos}_t}$$

$$X_2 = \frac{\text{Utilidades No Distribuidas}}{\text{Total Activos}} = \frac{\text{Utilidades No Distribuidas}_t}{\text{Total Activos}_t}$$

$$X_3 = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Total Activos}} = \frac{\text{EBITDA}_t}{\text{Total Activos}_t}$$

$$X_4 = \frac{\text{Capitalización Bursatil}}{\text{Deuda Total}} = \frac{\text{Valor Empresa año}_t - \text{Pasivo Total}_t}{\text{Deuda Total}_t}$$

$$X_4 = \frac{\text{Ventas Netas}}{\text{Total Activos}} = \frac{\text{Ventas}_t}{\text{Total Activos}_t}$$

Presentando la siguiente clasificación revisada que se muestra en la

Tabla 11, como sigue:

Tabla 11 Altman Empresa Públicas.

| Z - Score | Riesgo de Quiebra | |
|----------------|---|-----------------|
| Z > 2,9 | Compañía con bajo riesgo de quiebra | Zona Segura |
| 1,23 < Z < 2,9 | Acreeedores actúan con cautela frente a la operación de la compañía | Zona Gris |
| Z < 1,23 | Compañía en quiebra dentro de los siguientes dos años de operación | Zona de Peligro |

Fuente: (Buenaventura, Ben y Altman Ejemplo Solución, 2019)

Con base a la primera expresión del criterio, para el año 2018, Industrias Axial arrojó un Z-Altman de 5.2, situándose en una “Zona Segura”, respecto a la probabilidad de quiebra en los siguientes dos años. Sin embargo, al evaluar las cifras con el modelo para empresas privada, se tiene que el indicador cae hasta 1.4, ubicándose en una “Zona Gris” o de cuidado en su operación. Lo anterior resulta tanto del cambio en los coeficientes de cada variable como en el cambio de denominador, pasando del valor de la empresa al valor total de los activos, el cual en este caso es mayor.

7.4.2 ¿Qué haría BEN?

De acuerdo con el criterio propuesto por Benjamín Graham¹⁴, existen ocho razonamientos de inversión sobre los cuales se recomienda proceder de acuerdo a lo expuesto en la Tabla 12.

- ✓ *Criterio #1. Razón UPA/PA > 2(Yield TES 10 años¹⁵).*
- ✓ *Criterio #2. Razón PA/UPA < 1/2 de la razón más alta en los últimos 4 años.*
- ✓ *Criterio #3. Razón DPA/PA > 1/2(Yield TES 10 años).*
- ✓ *Criterio #4. Un PA < 1.5 veces el valor en libros x acción.*
- ✓ *Criterio #5. Deuda (D) < Valor en libros del Patrimonio (PAT).*
- ✓ *Criterio #6. Una Razón Corriente (RC=AC/PC) >= 2,00.*
- ✓ *Criterio #7. Crecimiento medio de Utilidades Netas (UN) del 7% anual o más en los últimos 4 años.*
- ✓ *Criterio #8. Estabilidad en el crecimiento de utilidades (no más de 2 años < 5%)*

¹⁴ (Graham, 1934)

¹⁵ (Aval, 2019)

Tabla 12. ¿Qué haría Ben?

| ¿Qué haría Ben? | |
|---|--|
| 1. Criterio Cumplido: Ben no Invertiría | 5. Criterios Cumplidos: Ben se Sentiría Atraído a Comprar |
| 2. Criterios Cumplidos: Ben no Invertiría | 6. Criterios Cumplidos: Ben se Sentiría Atraído a Comprar |
| 3. Criterios Cumplidos: Ben Consideraría la posibilidad de Compra | 7. Criterios Cumplidos: Ben se Levantaría de su Tumba para Comprarla |
| 4. Criterios Cumplidos: Ben Consideraría la Posibilidad de Compra | 8. Criterios Cumplidos: Ben se Levantaría de su Tumba para Comprarla |

Fuente: (Buenaventura, Ben y Altman Ejemplo Solución, 2019)

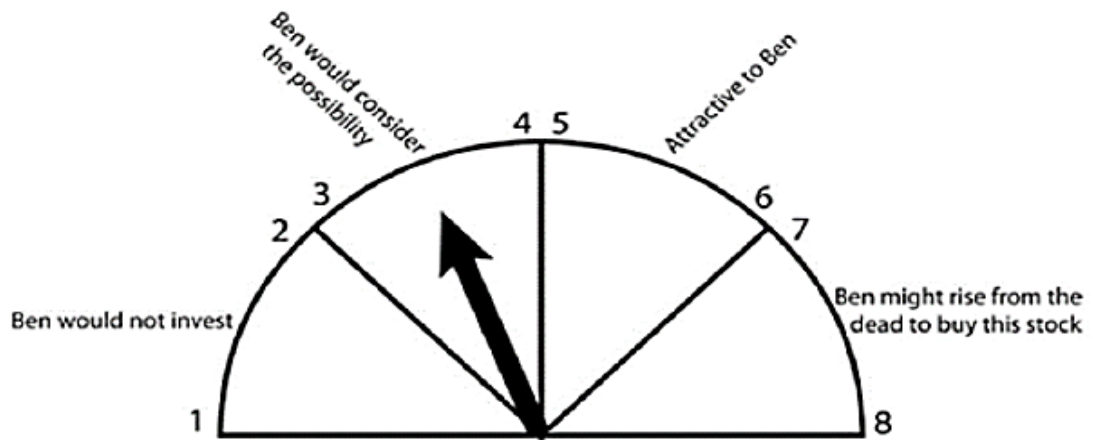
La Tabla 13 muestra el resumen de los resultados para el caso de Industrias Axial durante el periodo proyectado (el detalle de los cálculos se encuentra en el anexo 11.5.2)

Tabla 13. Resumen Resultados Criterios Inversión Ben

| Criterios | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 1 | No | No | No | No | No | No | No | No | No | No | No |
| 2 | Si | Si | Si | Si | Si | Si | Si | Si | Si | Si | Si |
| 3 | No | No | No | No | No | No | No | No | No | No | No |
| 4 | Si | Si | Si | Si | Si | Si | Si | Si | Si | Si | Si |
| 5 | Si | Si | Si | Si | Si | Si | Si | Si | Si | Si | Si |
| 6 | No | No | No | No | No | No | No | No | No | Si | Si |
| 7 | No | No | No | No | No | No | No | No | No | No | No |
| 8 | No | No | No | Si | Si | Si | Si | Si | Si | Si | Si |

Fuente: Elaboración Propia.

Ilustración 1. Dial Ben Graham



Revisando los resultados anteriores, se tiene, entonces, que para el lapso evaluado la compañía cumple sólo tres de los ocho criterios de inversión, lo cual sugeriría que Ben Graham consideraría la posibilidad de compra de la misma.

8 RESULTADOS CLAVE.

8.1 WACC

En la Tabla 14 se muestra los datos del WACC a 1 de enero de 2019 para cada uno de los escenarios explicados en el numeral 0, para realizar la valoración se calculó el WACC de cada año, con los cambios en la razón de deuda, razón de patrimonio y tasa de impuestos:

Tabla 14 .WACC

| | Neutral | Moderado | Optimista |
|---------------------------------------|----------------|-----------------|------------------|
| Rentabilidad Patrimonio desapalancado | 16,26% | 16,26% | 16,26% |
| Rentabilidad de Patrimonio apalancado | 25,23% | 17,93% | 17,29% |
| Tasa de la Deuda | 11,12% | 11,12% | 11,12% |
| Razón de Patrimonio | 36,45% | 75,54% | 83,31% |
| Razón de Deuda | 63,55% | 24,46% | 16,69% |
| Tasa de Impuestos | 33% | 33% | 33 |
| Beta Desapalancado | 1,08 | 1,08 | 1,08 |
| WACC | 13,93% | 15,36% | 15,65% |

Fuente: Elaboración propia

8.2 VALOR EMPRESA

En la Tabla 15 a continuación se resumen los resultados principales de la valoración a 1 de enero de 2019 y los saldos contables a 31 de diciembre de 2018:

Tabla 15. Valor Empresa - Resultados Claves

| | Neutral | Moderado | Optimista |
|---|----------------------------|-----------------|------------------|
| | (Millones de pesos) | | |
| Valoración 1 de enero 2019 | | | |
| Valor Empresa | 3.240 | 8.419 | 12.337 |
| Deuda Neta | 2.059 | 2.059 | 2.059 |
| Valor patrimonio | 1.181 | 6.360 | 10.278 |
| Tasa de crecimiento a largo plazo | 6,4% | 8,1% | 10.1% |
| Saldos Contables 31 de dic. 2018 | | | |
| Capital de operación Neto total | 8.384 | 8.384 | 8.384 |
| Deuda Neta | 2.059 | 2.058 | 2.058 |
| Activo Total en libros | 12.226 | 12.226 | 12.226 |
| Pasivo Total en libros | 5.901 | 5.901 | 5.901 |
| Patrimonio Total en libros | 6.326 | 6.326 | 6.326 |

Fuente: Estados Financieros Axial y Proyecciones propias

9 CONCLUSIONES.

Se estimaron tres (3) escenarios utilizando el método de valoración por descuento de flujos de efectivo a la tasa WACC específica para la empresa. Solo en el escenario optimista la valoración del patrimonio (\$10.278 millones) es significativamente mayor al patrimonio en libros de Axial a 31 de diciembre de 2018 (\$6.326). En los demás escenarios la valoración del patrimonio no es mayor que el patrimonio en libros, esto se puede deber a que éste incluye \$3.285 millones de ajustes por adopción NIIF correspondientes al valor de mercado de los terrenos y construcciones, por lo que actualmente estos bienes inmuebles tienen un costo de oportunidad alto. La Gerencia debe analizar si realizar esta valoración, y tomar medidas como re- localizar la planta para aprovechar el valor de mercado de este terreno. Esto aumentaría significativamente el valor de la empresa.

Con base en el análisis estratégico y financiero se concluye que la inversión en la empresa es viable siempre y cuando se implementen estrategias comerciales para aumentar los ingresos en un 10% anual y se realice el análisis y se implementen controles para mantener el margen bruto actual y disminuir los gastos administrativos y de ventas por lo menos en un 1% (con respecto a los ingresos).

Dado que el objeto social principal de Axial es muy específico, no existe datos de este sector puntualmente, por lo tanto, para realizar la valoración se consideró utilizar el promedio de beta del sector de autopartes para mercados emergentes y para Estados Unidos. No se consideró el sector de automóviles, porque el objeto de Axial no es la construcción de vehículos nuevos.

10 BIBLIOGRAFÍA

- Altman, E. I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, 589-609.
- Aval, G. (abril de 2019). *Portal Financiero*. Obtenido de Tes, datos historicos: . <https://www.grupoaval.com/wps/portal/grupo-aval/aval/portal-financiero/renta-fija/tes/datos-historicos>
- BANCO DE LA REPÚBLICA DE COLOMBIA. (31 de 12 de 2018). www.banrep.gov.co. Obtenido de <http://www.banrep.gov.co/es/encuesta-proyecciones-macroeconomicas>
- Benavidez, J. (2018). Notas de Clase . *Finanzas Corporativas 1*. Cali: Universidad ICESI.
- Buenaventura, V. G. (2017). *Teoría de Inversión*. Cali: Universidad ICESI.
- Buenaventura, V. G. (2019). Ben y Altman Ejemplo Solución. (pág. 4). Cali: Universidad ICESI.
- Damodaran. (s.f.). *Country Risk Premium*. Obtenido de <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls>
- Damodaran. (s.f.). *Emerging, US, etc.* Obtenido de http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html
- Graham, B. Y. (1934). *Security Analysis*. New York: McGrawHill.
- <https://proyectostipo.dnp.gov.co/images/pdf/ambulancias/PTambulancias.pdf>. (01 de Junio de 2018). Obtenido de proyectostipo.dnp.gov.co
- Miller, F. M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*.
- Porter, M. E. (2008). Las Cinco Fuerzas Competitivas que la dan Forma a la Estrategia. *Harvard Bussiness Reiew*, 1 - 15.
- [proyectostipo.dnp.gov.co](https://proyectostipo.dnp.gov.co/images/pdf/ambulancias/PTambulancias.pdf). (01 de Junio de 2018). Obtenido de <https://proyectostipo.dnp.gov.co/images/pdf/ambulancias/PTambulancias.pdf>.
- Treasury USA. (s.f.). Obtenido de <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yield>
- Trujillo Ospina, A., & Belalcazar Grisales, R. (2016). *¿Es el modelo Z-Score de Altman un buen predictor de la situación financiera de las pymes en Colombia?* Cali: Universidad EAFIT.

11 ANEXOS

11.1 ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA 2015 AL 2018

Información tomada de los Estados Financieros de Axial S.A.S, cifras en miles de pesos

| | 2015 | % | 2016 | % | 2017 | % | 2018 | % |
|---|-------------------|-------------|----------------------|-------------|----------------------|-------------|----------------------|-----------------|
| Efectivo y Equivalentes de efectivo | 1.031.839 | 10,0 | \$ 212.403 | 1,3 | \$ 211.538 | 1,7 | \$ 197.580 | 1,6 (1) |
| Clientes y otras cuentas por cobrar | 2.201.026 | 21,4 | 6.240.764 | 39,2 | 2.951.458 | 23,9 | 1.039.045 | 8,4 (1) |
| Otros activos financieros | 4.658 | 0,0 | 4.665 | 0,0 | 5.232 | 0,0 | 243.714 | 2,0 (1) |
| Inventarios | 2.343.576 | 22,8 | 3.458.216 | 21,7 | 3.077.344 | 25,0 | 3.721.328 | 30,2 (1) |
| Activos por impuestos corrientes | 104.571 | 1,0 | 235.945 | 1,5 | 397.806 | 3,2 | 279.781 | 2,3 (1) |
| Total activos corrientes | 5.685.670 | 55,3 | \$ 10.151.993 | 63,7 | \$ 6.643.378 | 53,9 | \$ 5.481.448 | 44,5 (1) |
| Propiedad, Planta y Equipo | 4.597.687 | 44,7 | 5.785.052 | 36,3 | 5.684.110 | 46,1 | 6.543.230 | 53,1 (1) |
| Cuentas por cobrar a largo plazo | | | | | | | 153.554 | 1,2 |
| Impuesto diferido | | | | | | | 47.986 | 0,4 |
| Total activos no corrientes | 4.597.687 | 44,7 | \$ 5.785.052 | 36,3 | \$ 5.684.110 | 35,7 | \$ 6.744.770 | 42,3 |
| Total Activos | 10.283.357 | | \$ 15.937.045 | | \$ 12.327.488 | | \$ 12.226.218 | |
| Acreeedores Comerc. y Otras Cuentas por Pagar | 1.689.579 | 32,6 | \$ 6.287.729 | 66,8 | \$ 2.054.653 | 38,1 | \$ 3.387.071 | 57,4 (2) |
| Obligaciones Financieras corto plazo | 1.158.929 | 22,3 | 1.062.521 | 11,3 | 2.187.378 | 40,5 | 619.747 | 10,5 (2) |
| Beneficios a empleados | - | 0,0 | - | 0,0 | 138.111 | 2,6 | 147.945 | 2,5 (2) |
| Pasivo por impuestos | 298.464 | 5,8 | 616.541 | 6,6 | 408.778 | 7,6 | 108.881 | 1,8 (2) |
| Total pasivos corrientes | 3.146.972 | 60,6 | \$ 7.966.791 | 84,6 | \$ 4.788.920 | 88,7 | \$ 4.263.644 | 72,3 |
| Obligaciones financieras largo plazo | - | 0,0 | \$ - | 0,0 | \$ - | 0,0 | \$ 1.637.311 | 27,7 |
| Otras cuentas por pagar a largo plazo | 1.900.874 | 36,6 | 1.152.759 | 12,2 | 608.962 | 11,3 | - | 0,0 (2) |
| Impuestos diferidos pasivo | 117.345 | 2,3 | 292.014 | 3,1 | 207 | 0,0 | 186 | 0,0 (2) |
| Otros pasivos no financieros | 24.073 | 0,5 | - | 0,0 | - | 0,0 | - | 0,0 (2) |
| Total pasivos no corrientes | 2.042.292 | 39,4 | \$ 1.444.773 | 15,4 | \$ 609.169 | 11,3 | \$ 1.637.497 | 27,7 |
| Total Pasivos | 5.189.264 | | \$ 9.411.564 | | \$ 5.398.089 | | \$ 5.901.141 | |
| Capital Social | 582.600 | | \$ 582.600 | | \$ 582.600 | | \$ 582.600 | |
| Reservas | 91.300 | | 119.923 | | 119.923 | | 119.923 | |
| Utilidades de ejercicios anteriores | 793.211 | | 2.641.263 | | 2.541.394 | | 1.988.595 | |
| Ajuste de adopción por primera vez | 3.281.564 | | 3.281.564 | | 3.285.829 | | 3.285.829 | |
| Utilidad (Pérdida) del ejercicio | 345.418 | | -99.869 | | 399.653 | | 348.669 | |
| Total Patrimonio | 5.094.093 | | \$ 6.525.481 | | \$ 6.929.399 | | \$ 6.325.616 | |
| Total pasivos y patrimonio | 10.283.357 | | 15.937.045 | | 12.327.488 | | 12.226.757 | |
| DN : Deuda Neta | 127.090 | | 850.118 | | 1.975.840 | | 2.059.478 | |
| Capital de Operación Neto Total | 5.221.183 | | 7.375.599 | | 8.905.239 | | 8.385.094 | |

(1) Porcentaje del rubro respecto al total de activos

(2) Porcentaje del rubro respecto al total de pasivos

11.2 ESTADO DE RESULTADOS 2015 AL 2018

Información tomada de los Estados Financieros de Axial S.A.S, cifras en miles de pesos

| | <u>2015</u> | <u>%</u> | <u>2016</u> | <u>%</u> | <u>2017</u> | <u>%</u> | <u>2018</u> | <u>%</u> | |
|--|------------------|-------------|---------------------|-------------|---------------------|-------------|---------------------|-------------|-----|
| Ingresos Ordinarios | 13.662.868 | 100 | \$ 11.931.863 | 100 | \$ 11.477.09 | 100 | 10.427.20 | | (3) |
| Costo de ventas | 11.351.380 | 83,1 | 9.783.468 | 82,0 | 9.023.941 | 78,6 | 7.938.171 | 76,1 | (3) |
| Utilidad Bruta | 2.311.488 | 16,9 | \$ 2.148.395 | 18,0 | \$ 2.453.154 | 21,4 | \$ 2.489.029 | 23,9 | |
| Gastos operacionales de administración | 711.549 | 5,2 | 784.070 | 6,6 | 712.930 | 6,2 | 932.565 | 8,9 | (3) |
| Gastos operacionales de ventas | 726.379 | 5,3 | 705.602 | 5,9 | 609.507 | 5,3 | 704.336 | 6,8 | (3) |
| Utilidad operacional | 873.560 | 6,4 | \$ 658.723 | 5,5 | \$ 1.130.717 | 9,9 | \$ 852.128 | 8,2 | |
| Otros Ingresos | 47.655 | 0,3 | 64.588 | 0,5 | 254.701 | 2,2 | 91.966 | 0,9 | (3) |
| Otros Gastos | 110.145 | 0,8 | 19.716 | 0,2 | 295.934 | 2,6 | 72.555 | 0,7 | (3) |
| Gastos Financieros | 414.658 | 3,0 | 464.436 | 3,9 | 554.455 | 4,8 | 351.138 | 3,4 | (3) |
| Utilidad antes de impuestos | 396.412 | 2,9 | \$ 239.159 | 2,0 | \$ 535.029 | 4,7 | \$ 520.401 | 5,0 | |
| Impuesto de renta corriente | 132.632 | 1,0 | 136.924 | 1,1 | 135.169 | 1,2 | 171.732 | 1,6 | (3) |
| Impuesto de renta ajustes | -27.435 | | 27.435 | | - | | - | | |
| Impuesto de renta diferido | -54.203 | | 174.669 | | 207 | | - | | |
| Total impuestos | 50.994 | 0,4 | \$ 339.028 | 2,8 | \$ 135.376 | 1,2 | \$ 171.732 | 1,6 | |
| Utilidad Neta | 345.418 | 2,5 | \$ -99.869 | -0,8 | \$ 399.653 | 3,5 | \$ 348.669 | 3,3 | (3) |
| Utilidad Neta ajustada | 291.215 | 2,1 | \$ 74.800 | 0,6 | \$ 399.860 | 3,5 | \$ 348.669 | 3,3 | (4) |
| Gasto por depreciación | 137.862 | 1,0 | 148.764 | 1,2 | 203.581 | 1,8 | 106.209 | 1,0 | (5) |
| EBITDA | 1.011.422 | 7,4 | 807.487 | 6,8 | 1.334.298 | 11,6 | 958.337 | 9,2 | |
| NOPAT(EBIT*(1-Tx)) | 581.283 | 4,3 | 281.589 | 2,4 | 845.054 | 7,4 | 852.128 | 8,2 | |

(3) Porcentaje del rubro respecto al total de ingresos ordinarios

Se ajuste la utilidad neta con los ajustes de impuesto diferido, dado que son ajustes de errores de

(4) periodos anteriores a 2015

(5) Datos tomados de las notas a los estados financieros de la entidad

11.3 INDICADORES FINANCIEROS 2015 AL 2018

| <u>Definición</u> ¹⁶ | <u>Unida</u> | <u>Nombre</u> | <u>2015</u> | <u>2016</u> | <u>2017</u> | <u>2018</u> | <u>Prom.</u> |
|---------------------------------|--------------|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| | | Liquidez | | | | | |
| AC-PC | \$ | Capital de Trabajo | | | | | |
| AC/PC | veces | Razón Corriente | 1,81 | 1,27 | 1,39 | 1,29 | 1,44 |
| (AC-Inv)/PC | veces | Prueba Ácida | 1,06 | 0,84 | 0,74 | 0,41 | 0,76 |
| Efectivo/AT | % | Posición de Caja | 10,0% | 1,3% | 1,7% | 1,6% | 3,7% |
| | | Actividad | | | | | |
| 365*CxC/Vt | días | Ciclo cuentas por cobrar | 58,80 | 190,91 | 93,86 | 36,37 | 94,99 |
| 365*Inv/CV | días | Ciclo de inventarios | 75,36 | 129,02 | 124,47 | 171,11 | 124,99 |
| 365*CxP/CV | días | Ciclo de cuentas por pagar | 54,33 | 234,58 | 83,11 | 155,74 | 131,94 |
| Vt/AT | veces | Rotación de activos | 1,33 | 0,75 | 0,93 | 0,85 | 0,97 |
| Invd+CxCd-CxPd | días | Ciclo Efectivo | 79,83 | 85,34 | 135,23 | 51,74 | 88,04 |
| | | Endeudamiento | | | | | |
| PT/AT | % | Apalancamiento Total | 50,46% | 59,05% | 43,79% | 48% | 51,10% |
| D/(D+Pat) | % | Apalancamiento Financiero | 19% | 14% | 24% | 26% | 18,84% |
| AT/PAT | veces | Mult. Patrimonio: 1/(1-PT/AT) | 2,02 | 2,44 | 1,78 | 1,93 | 2,08 |
| D/PC | % | Concentración deuda a corto | 100% | 100% | 100% | 27% | 100,0% |
| EBIT/Int | veces | Cobertura Intereses | 2,11 | 1,42 | 2,04 | 2,04 | 1,85 |
| | | Rentabilidad | | | | | |
| UDI/AT | % | ROA | 2,83% | 0,47% | 3,24% | 2,9% | 2,3% |
| UDI/Pat | % | ROE | 5,72% | 1,15% | 5,77% | 5,5% | 4,5% |
| EBITDA/Vt | % | Margen Ebitda | 7,40% | 6,77% | 11,63% | 9,2% | 8,7% |
| UB/Vt | % | Margen Bruto | 16,92% | 18,01% | 21,37% | 23,9% | 20,0% |
| UDI/Vt | % | Margen Neto | 2,13% | 0,63% | 3,48% | 3,3% | 2,4% |
| UN/#acciones | \$ | Utilidad por Acción | 11,86 | -3,43 | 13,72 | 11,97 | 8,53 |
| NOPAT/TNOC(t-1) | % | ROIC | N/A | 5,39% | 11,46% | 9,57% | 8,81% |
| | | Crecimiento | | | | | |
| V(t)/V(t-1)-1 | % | Cambio en las Ventas | -31,30% | -12,67% | -3,81% | -9,15% | -14,23% |
| EBITDA(t)/EBITDA(t-1) | % | Cambio ebitda | -47,54% | -20,16% | 65,24% | -28,18% | -7,66% |

Glosario

AC: Activo Corriente

PC: Pasivo Corriente

Efectivo: Efectivo y Títulos equivalentes al efectivo

CxC: Cuentas por Cobrar

Inv: Inventario

AT: Activo Total

CxP: Cuentas por Pagar

Pat: Patrimonio

PT: Pasivo Total

DLP: Deuda Largo Plazo

D/PC: Deuda Corto Plazo

D: Deuda = DCP + DLP

DN: Deuda Neta = D-Efectivo

Vt: Ventas

CV: Costo de Ventas

EBITDA: "Earnings before Int, Taxes, Deprec. & Amort"

Utilidades antes de intereses, impuestos, depreciación y amortizaciones

EBIT: "Earnings before Int & Taxes"- Utilidades antes intereses e impuestos

Int: Intereses

UDI: Utilidad después de Impuestos

UB: Utilidad Bruta

UN: Utilidad Neta

NOPAT: Net Operating Profit after Taxes = EBIT(1-Tx)

Utilidad Neta operativa despues de impuestos

Tx: Tasa Impuestos

TNOC: Capital Operativo Neto Total = AFN + CTNO

#Acc: Acciones totales

ROIC: Rotación sobre el capital invertido

¹⁶ Indicadores Financieros calculados según (Benavidez, 2018)

11.4 BENCHMARKING

11.4.1 Indicadores de Apalancamiento y Márgenes

Información tomada de la base de datos EMIS,

Los Precios de las acciones usados en valuaciones y ratios son según la fecha de precios de referencia del año 2017

Todas las cifras, excepto para empleados en millones COP

| <u>Compañía</u> | <u>Total Ingreso Operativo</u> | <u>Activos Totales</u> | <u>Pasivos Totales</u> | <u>Activos/Pasivos totales</u> | <u>Margen De Ganancia Bruta (%)</u> | <u>Margen Operacional (%)</u> | <u>Margen Neto (%)</u> | <u>Tendencia De Los Ingresos Operacionales (%)</u> |
|--|--------------------------------|------------------------|------------------------|--------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------|------------------------|--|
| <u>Industria Colombiana de Carrocerías</u> | | | | | | | | |
| <u>Inconcar</u> | 24.999,30 | 38.902,44 | 20.141,91 | 52% | 21,76 | 9,11 | 5,23 | 78,90 |
| <u>Romarco S.A.</u> | 20.916,10 | 39.598,81 | 11.312,72 | 29% | 11,17 | -8,16 | -4,56 | -51,86 |
| <u>Carrocerías El Sol S.A.S.</u> | 15.885,96 | 22.994,60 | 6.322,80 | 27% | 37,51 | 25,71 | 16,97 | 20,43 |
| <u>Carrocerías Panamericana S.A.S</u> | 15.727,91 | 7.431,56 | 3.044,34 | 41% | 0,00 | 31,73 | 6,47 | 9,17 |
| <u>Autobuses AGA de Colombia S.A.</u> | 15.463,42 | 12.318,55 | 2.248,00 | 18% | 10,61 | 4,74 | 2,44 | -9,89 |
| <u>Industrias Axial S.A.S.</u> | 11.731,80 | 12.327,49 | 5.398,09 | 44% | 21,37 | 8,31 | 3,48 | -2,21 |
| <u>Industrias Bufalo S.A.S.</u> | 8.952,33 | 15.292,00 | 4.614,66 | 30% | 22,88 | 4,50 | 1,98 | 8,13 |
| <u>Hidro américa S.A.S.</u> | 8.656,69 | 4.922,73 | 3.837,66 | 78% | 13,68 | 13,68 | 3,27 | 39,16 |
| <u>Benfor Sociedad por Acciones Simplificada</u> | 7.789,82 | 15.513,00 | 6.295,98 | 41% | 28,32 | 5,37 | -0,70 | -39,36 |
| <u>Dite S.A.S.</u> | 7.486,93 | 14.557,89 | 4.363,24 | 30% | 19,07 | -0,95 | 7,91 | -5,50 |
| Promedio | 13.761,03 | 18.385,91 | 6.757,94 | 39% | 18,64 | 9,40 | 4,25 | 4,70 |

11.4.2 Indicadores de Liquidez y Actividad

| Compañía | Rotación De Cuentas Cobrar Por | Rotación De Cuentas Por Pagar | Rotación De Inventario | Razón De Liquidez | Fuente |
|--|--------------------------------|-------------------------------|------------------------|-------------------|--------------------------------|
| <u>Industria Colombiana de Carrocerías Inconcar.</u> | 1,85 | 1,43 | 2,98 | 1,40 | Superintendencia de Sociedades |
| <u>Romarco S.A.</u> | 6,31 | 19,19 | 1,10 | 2,76 | Superintendencia de Sociedades |
| <u>Carrocerías El Sol S.A.S.</u> | 1,83 | 5,97 | 1,54 | 6,03 | Superintendencia de Sociedades |
| <u>Carrocerías Panamericana S.A.S</u> | n/a | n/a | n/a | 2,51 | Medellín Cámara de Comercio |
| <u>Autobuses Aqa de Colombia S.A.</u> | 7,82 | 27,42 | 5,54 | 3,02 | Superintendencia de Sociedades |
| <u>Industrias Axial S.A.S.</u> | 3,89 | 4,21 | 2,93 | 1,39 | Superintendencia de Sociedades |
| <u>Industrias Bufalo S.A.S.</u> | 2,90 | 2,68 | 2,26 | 1,64 | Superintendencia de Sociedades |
| <u>Hidro américa S.A.S.</u> | n/a | n/a | n/a | 1,04 | Bogotá Cámara de Comercio |
| <u>Benfor Sociedad por Acciones Simplificada</u> | 5,38 | 2,93 | 14,24 | 0,75 | Superintendencia de Sociedades |
| <u>Dite S.A.S.</u> | n/a | n/a | n/a | 2,49 | Cali Cámara de Comercio |
| Promedio | 4,28 | 9,12 | 4,37 | 2,30 | |

11.5 VALORACIÓN

11.5.1 Estado de Resultados proyectado

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|--|-----------------------------------|--------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| | (Cifras en miles de pesos) | | | | | | | | | |
| Ingresos Ordinarios | 11.137.501 | 11.873.200 | 12.632.966 | 13.441.349 | 14.301.461 | 15.216.612 | 16.190.323 | 17.226.341 | 18.328.655 | 19.501.505 |
| Costo de ventas | <u>(8.905.311)</u> | <u>(9.493.560)</u> | <u>(10.101.053)</u> | <u>(10.747.419)</u> | <u>(11.435.146)</u> | <u>(12.166.882)</u> | <u>(12.945.440)</u> | <u>(13.773.819)</u> | <u>(14.655.206)</u> | <u>(15.592.992)</u> |
| Utilidad Bruta | 2.232.190 | 2.379.640 | 2.531.913 | 2.693.930 | 2.866.315 | 3.049.730 | 3.244.883 | 3.452.522 | 3.673.449 | 3.908.513 |
| Gastos operacionales de administración | (749.957) | (799.496) | (850.656) | (905.089) | (963.006) | (1.024.629) | (1.090.195) | (1.159.956) | (1.234.182) | (1.313.157) |
| Gastos operacionales de ventas | (648.633) | (691.480) | (735.727) | (782.806) | (832.898) | (886.195) | (942.903) | (1.003.239) | (1.067.437) | (1.135.742) |
| Gastos de Depreciación | <u>(97.997)</u> | <u>(94.976)</u> | <u>(97.976)</u> | <u>(83.294)</u> | <u>(76.893)</u> | <u>(84.797)</u> | <u>(95.964)</u> | <u>(106.964)</u> | <u>(117.464)</u> | <u>(120.969)</u> |
| Utilidad operacional | 735.603 | 793.688 | 847.554 | 922.741 | 993.518 | 1.054.109 | 1.115.821 | 1.182.363 | 1.254.366 | 1.338.645 |
| Otros Gastos | (153.554) | | | | | | | | | |
| Gastos Financieros | <u>(243.482)</u> | <u>(329.912)</u> | <u>(306.146)</u> | <u>(278.206)</u> | <u>(254.407)</u> | <u>(226.175)</u> | <u>(194.312)</u> | <u>(155.098)</u> | <u>(155.471)</u> | <u>(172.604)</u> |
| Utilidad antes de impuestos | 338.567 | 463.776 | 541.408 | 644.535 | 739.111 | 827.934 | 921.509 | 1.027.265 | 1.098.895 | 1.166.041 |
| Impuesto de renta corriente | (111.727) | (148.408) | (167.836) | (193.361) | (221.733) | (248.380) | (276.453) | (308.180) | (329.669) | (349.812) |
| Impuesto de renta diferido | (47.710) | | | | | | | | | |
| Utilidad Neta | 179.130 | 315.368 | 373.572 | 451.174 | 517.378 | 579.554 | 645.056 | 719.085 | 769.226 | 816.229 |

11.5.2 Estado de Situación Financiera proyectado

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|--------------------------------------|-----------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| | (Cifras en miles de pesos) | | | | | | | | | |
| Efectivo | 221.806 | 236.348 | 251.358 | 267.326 | 284.311 | 302.380 | 321.602 | 342.049 | 363.801 | 386.941 |
| Equivalentes de Efectivo | - | - | - | - | - | - | - | 480.483 | 1.124.901 | 1.755.877 |
| Clientes y otras cuentas por cobrar | 2.939.063 | 3.133.206 | 3.333.699 | 3.547.023 | 3.773.997 | 4.015.495 | 4.272.446 | 4.545.840 | 4.836.728 | 5.146.230 |
| Otros activos no financieros | 252.244 | 260.316 | 268.125 | 276.169 | 284.454 | 292.988 | 301.778 | 310.831 | 320.156 | 329.761 |
| Inventarios | 3.092.122 | 3.296.375 | 3.507.310 | 3.731.743 | 3.970.537 | 4.224.612 | 4.494.944 | 4.782.576 | 5.088.613 | 5.414.233 |
| Activos por impuestos renta | 155.573 | 136.549 | 135.355 | 129.231 | 121.502 | 116.819 | 112.115 | 105.252 | 110.219 | 118.224 |
| Activos otros impuestos | 23.856 | 24.619 | 25.358 | 26.119 | 26.903 | 27.710 | 28.541 | 29.397 | 30.279 | 31.187 |
| Total activos corrientes | 6.684.664 | 7.087.413 | 7.521.205 | 7.977.611 | 8.461.704 | 8.980.004 | 9.531.426 | 10.596.428 | 11.874.697 | 13.182.453 |
| Propiedad, Planta y Equipo Bruto | 6.158.306 | 6.188.306 | 6.218.306 | 6.338.306 | 6.463.306 | 6.608.306 | 6.748.306 | 6.838.306 | 6.948.306 | 7.118.306 |
| Valorización PPE | 930.000 | 930.000 | 930.000 | 930.000 | 930.000 | 930.000 | 930.000 | 930.000 | 930.000 | 930.000 |
| Depreciación Acumulada | (643.073) | (738.050) | (836.026) | (919.320) | (996.213) | (1.081.010) | (1.176.974) | (1.283.937) | (1.401.401) | (1.522.370) |
| Propiedad, Planta y Equipo Neto | 6.445.233 | 6.380.256 | 6.312.280 | 6.348.986 | 6.397.093 | 6.457.296 | 6.501.332 | 6.484.369 | 6.476.905 | 6.525.936 |
| Cuentas por cobrar a largo plazo | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Impuesto diferido | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Total activos no corrientes | 6.445.233 | 6.380.256 | 6.312.280 | 6.348.986 | 6.397.093 | 6.457.296 | 6.501.332 | 6.484.369 | 6.476.905 | 6.525.936 |
| Total Activos | 13.129.897 | 13.467.669 | 13.833.485 | 14.326.597 | 14.858.797 | 15.437.300 | 16.032.758 | 17.080.797 | 18.351.602 | 19.708.389 |
| Cuentas por pagar y acreedores | 3.265.281 | 3.480.972 | 3.703.719 | 3.940.720 | 4.192.887 | 4.461.190 | 4.746.661 | 5.050.400 | 5.373.576 | 5.717.430 |
| Obligaciones Financieras corto plazo | 614.615 | 682.933 | 339.763 | 256.186 | 289.138 | 355.846 | (3.390) | - | - | - |
| Otros Pasivos | 74.665 | 77.054 | 79.366 | 81.747 | 84.199 | 86.725 | 89.327 | 92.007 | 94.767 | 97.610 |
| Beneficios a empleados | 162.583 | 167.786 | 172.820 | 178.004 | 183.344 | 188.845 | 194.510 | 200.345 | 206.356 | 212.546 |
| Pasivo por IVA e ICA | 143.080 | 152.531 | 162.292 | 172.677 | 183.726 | 195.483 | 207.992 | 221.301 | 235.462 | 250.529 |
| Total pasivos corrientes | 4.260.224 | 4.561.276 | 4.457.960 | 4.629.334 | 4.933.294 | 5.288.089 | 5.235.100 | 5.564.053 | 5.910.161 | 6.278.115 |

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|--------------------------------------|-----------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| | (Cifras en miles de pesos) | | | | | | | | | |
| Obligaciones financieras largo plazo | 2.364.928 | 2.086.280 | 2.181.839 | 2.052.403 | 1.763.265 | 1.407.419 | 1.410.809 | 1.410.809 | 1.566.281 | 1.738.885 |
| Total pasivos no corrientes | 2.364.928 | 2.086.280 | 2.181.839 | 2.052.403 | 1.763.265 | 1.407.419 | 1.410.809 | 1.410.809 | 1.566.281 | 1.738.885 |
| Total Pasivos | 6.625.152 | 6.647.556 | 6.639.799 | 6.681.737 | 6.696.559 | 6.695.508 | 6.645.909 | 6.974.862 | 7.476.442 | 8.017.000 |
| Capital Social | 582.600 | 582.600 | 582.600 | 582.600 | 582.600 | 582.600 | 582.600 | 582.600 | 582.600 | 582.600 |
| Reservas | 119.923 | 119.923 | 119.923 | 119.923 | 119.923 | 119.923 | 119.923 | 119.923 | 119.923 | 119.923 |
| Utilidades de ejercicios anteriores | 2.337.264 | 2.516.394 | 2.831.762 | 3.205.334 | 3.656.508 | 4.173.886 | 4.753.440 | 5.398.496 | 6.117.581 | 6.886.807 |
| Ajuste de adopción por primera vez | 3.285.829 | 3.285.829 | 3.285.829 | 3.285.829 | 3.285.829 | 3.285.829 | 3.285.829 | 3.285.829 | 3.285.829 | 3.285.829 |
| Utilidad (Pérdida) del ejercicio | 179.130 | 315.368 | 373.572 | 451.174 | 517.378 | 579.554 | 645.056 | 719.085 | 769.226 | 816.229 |
| Total Patrimonio | 6.504.746 | 6.820.114 | 7.193.686 | 7.644.860 | 8.162.238 | 8.741.792 | 9.386.848 | 10.105.933 | 10.875.159 | 11.691.388 |
| Total pasivos y patrimonio | 13.129.898 | 13.467.670 | 13.833.485 | 14.326.597 | 14.858.797 | 15.437.300 | 16.032.757 | 17.080.795 | 18.351.601 | 19.708.388 |

11.5.3 Estado Flujo de Efectivo proyectado

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|--|-----------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| | (Cifras en miles de pesos) | | | | | | | | | |
| (+) Ingresos Operacionales Brutos | 11.137.501 | 11.873.200 | 12.632.966 | 13.441.349 | 14.301.461 | 15.216.612 | 16.190.323 | 17.226.341 | 18.328.655 | 19.501.505 |
| (-) Costo de Ventas | (8.905.311) | (9.493.560) | (10.101.053) | (10.747.419) | (11.435.146) | (12.166.882) | (12.945.440) | (13.773.819) | (14.655.206) | (15.592.992) |
| (-) Gastos de Administración | (749.957) | (799.496) | (850.656) | (905.089) | (963.006) | (1.024.629) | (1.090.195) | (1.159.956) | (1.234.182) | (1.313.157) |
| (-) Gastos de Ventas | (648.633) | (691.480) | (735.727) | (782.806) | (832.898) | (886.195) | (942.903) | (1.003.239) | (1.067.437) | (1.135.742) |
| EBITDA | 833.600 | 888.664 | 945.530 | 1.006.035 | 1.070.411 | 1.138.906 | 1.211.785 | 1.289.327 | 1.371.830 | 1.459.614 |
| (+/-) D Capital de Trabajo | (1.278.437) | (174.497) | (180.122) | (191.611) | (203.829) | (216.827) | (230.657) | (245.372) | (261.024) | (277.681) |
| (-) Pago impuesto de renta | (10.568) | (129.384) | (166.642) | (187.237) | (214.004) | (243.697) | (271.749) | (301.317) | (334.636) | (357.817) |
| Flujo de Caja Actividades de Operación(455.405) | 584.783 | 598.766 | 627.187 | 652.578 | 678.382 | 709.379 | 742.638 | 776.170 | 824.116 | 824.116 |
| (+/-) Inversión (Desinversión) Activos Fijos | | (30.000) | (30.000) | (120.000) | (125.000) | (145.000) | (140.000) | (90.000) | (110.000) | (170.000) |
| Flujo de Caja Actividades de Inversión | - (30.000) | (30.000) | (120.000) | (125.000) | (145.000) | (140.000) | (90.000) | (110.000) | (170.000) | (170.000) |
| (-) Pagos de Deuda | (619.118) | (614.615) | (682.933) | (339.763) | (256.186) | (289.138) | (355.846) | 3.390 | - | - |
| (+) Nueva Deuda | 1.342.231 | 404.285 | 435.323 | 126.750 | - | - | - | - | 155.471 | 172.604 |
| (-) Gastos Financieros | (243.482) | (329.912) | (306.146) | (278.206) | (254.407) | (226.175) | (194.312) | (155.098) | (155.471) | (172.604) |
| Flujo de Caja Actividades de Financiamiento | 479.631 | (540.242) | (553.756) | (491.219) | (510.592) | (515.313) | (550.158) | (151.707) | - | - |
| Flujo de Caja del Periodo | 24.226 | 14.541 | 15.010 | 15.968 | 16.986 | 18.069 | 19.221 | 500.931 | 666.170 | 654.116 |
| Saldo Inicial de Efectivo | 197.580 | 221.806 | 236.348 | 251.358 | 267.326 | 284.311 | 302.380 | 321.602 | 822.532 | 1.488.702 |
| Saldo Final de Efectivo | 221.806 | 236.348 | 251.358 | 267.326 | 284.311 | 302.380 | 321.602 | 822.532 | 1.488.702 | 2.142.818 |

11.5.4 Valoración por año

| ESCENARIO NEUTRAL | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | Valor Continuidad |
|-------------------------------------|-----------|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------------|
| | | (Cifras en millones de pesos) | | | | | | | | | | | |
| Tasa de Impuestos | Tx | 33% | 33% | 32% | 31% | 30% | 30% | 30% | 30% | 30% | 30% | 30% | 30% |
| Crecimiento NOPAT | g (nopat) | | -41,4% | 57,7% | 8,4% | 10,4% | 7,7% | 6,1% | 5,9% | 6,0% | 6,1% | 6,7% | |
| Utilidad Op. despues de imp. | NOPAT | 583,93 | 342,26 | 539,71 | 584,81 | 645,92 | 695,46 | 737,88 | 781,07 | 827,65 | 878,06 | 937,05 | 997,06 |
| Total Capital Operativo Neto | TNOC | 8.384 | 9.262 | 9.353 | 9.464 | 9.686 | 9.930 | 10.203 | 10.473 | 10.694 | 10.953 | 11.287 | 12.010 |
| Incremento TNOC | dTNOC | | 878 | 90 | 111 | 222 | 244 | 272 | 270 | 222 | 259 | 335 | 723 |
| Flujo de Caja Libre | FCL | | -536 | 449 | 474 | 424 | 451 | 466 | 511 | 606 | 620 | 602 | 641 |
| Deuda Neta | D | 2.059 | 2.758 | 2.533 | 2.270 | 2.041 | 1.768 | 1.461 | 1.086 | 588 | 78 | - | - |
| Valoración kwacc | | FCL | | | | | | | | | | | |
| Porcentaje de Deuda | %d | 63,55% | 65,25% | 58,01% | 50,34% | 43,09% | 35,49% | 27,76% | 19,55% | 10,12% | 1,27% | 0,00% | |
| Porcentaje de Equity | %e | 36,45% | 34,75% | 41,99% | 49,66% | 56,91% | 64,51% | 72,24% | 80,45% | 89,88% | 98,73% | 100% | |
| Costo de la deuda | Kd | 11,12% | 10,79% | 11,07% | 11,06% | 11,03% | 11,02% | 11,02% | 11,02% | 11,02% | 11,02% | 11,02% | 11,02% |
| Costo del Patrimonio | ke | 25,23% | 26,53% | 23,43% | 21,54% | 20,22% | 19,14% | 18,27% | 17,53% | 16,85% | 16,33% | 16,26% | |
| Costo de Capital Promedio Ponderado | kwacc | 13,93% | 13,94% | 14,14% | 14,42% | 14,69% | 14,97% | 15,25% | 15,55% | 15,89% | 16,21% | 16,26% | |
| Valor Empresa | VE | 3.240 | 4.227 | 4.366 | 4.510 | 4.737 | 4.981 | 5.262 | 5.553 | 5.810 | 6.114 | 6.503 | |

11.5.5 Criterios Ben Graham

| | | \$/Año 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | |
|---|-------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|----------|----------|----------|----------|------------|
| Criterio | | | | | | | | | | | | | #1. |
| Razón UPA/PA > 2(Yield TES 10 años) | | | | | | | | | | | | | |
| Utilidad Neta | \$ | 348,67 | 128,46 | 315,37 | 369,72 | 446,84 | 512,69 | 574,50 | 639,60 | 713,19 | 765,99 | 812,64 | |
| Valor Empresa | \$ | 3.386,26 | 4.426,29 | 4.638,17 | 4.816,76 | 5.081,80 | 5.370,08 | 5.700,19 | 6.048,85 | 6.372,03 | 6.734,16 | 7.167,79 | |
| Total Pasivos | \$ | 5.900,51 | 6.625,15 | 6.698,23 | 6.696,06 | 6.742,46 | 6.762,12 | 6.766,28 | 6.722,32 | 7.016,78 | 7.522,98 | 8.068,67 | |
| Valor Patrimonial | \$ | - 2.514,25 | - 2.198,86 | - 2.060,06 | - 1.879,30 | - 1.660,66 | - 1.392,04 | - 1.066,09 | - 673,47 | - 644,75 | - 788,82 | - 900,88 | |
| UPA/PA | % | -13,87% | -5,84% | -15,31% | -19,67% | -26,91% | -36,83% | -53,89% | -94,97% | -110,62% | -97,11% | -90,21% | |
| Yield TES a 10 años | %a | 6,36% | 6,36% | 6,36% | 6,36% | 6,36% | 6,36% | 6,36% | 6,36% | 6,36% | 6,36% | 6,36% | |
| 2 Yield TES a 10 años | %a | 12,72% | 12,72% | 12,72% | 12,72% | 12,72% | 12,72% | 12,72% | 12,72% | 12,72% | 12,72% | 12,72% | |
| ¿Cumple? | si/no | No | No | No | No | No | No | No | No | No | No | No | |
| Criterio | | | | | | | | | | | | | #2. |
| Razón PA/UPA < 1/2 de la razón más alta en los últimos 4 años | | | | | | | | | | | | | |
| Valor Empresa | \$ | 3.386,26 | 4.426,29 | 4.638,17 | 4.816,76 | 5.081,80 | 5.370,08 | 5.700,19 | 6.048,85 | 6.372,03 | 6.734,16 | 7.167,79 | |
| Total Pasivos | \$ | 5.900,51 | 6.625,15 | 6.698,23 | 6.696,06 | 6.742,46 | 6.762,12 | 6.766,28 | 6.722,32 | 7.016,78 | 7.522,98 | 8.068,67 | |
| Valor Patrimonial | \$ | - 2.514,25 | - 2.198,86 | - 2.060,06 | - 1.879,30 | - 1.660,66 | - 1.392,04 | - 1.066,09 | - 673,47 | - 644,75 | - 788,82 | - 900,88 | |
| Utilidad Neta | \$ | 348,67 | 128,46 | 315,37 | 369,72 | 446,84 | 512,69 | 574,50 | 639,60 | 713,19 | 765,99 | 812,64 | |
| PA/UPA | X | - 7,21 | - 17,12 | - 6,53 | - 5,08 | - 3,72 | - 2,72 | - 1,86 | - 1,05 | - 0,90 | - 1,03 | - 1,11 | |
| 1/2 (máx(PA/UPA) últimos 4 años) | X | 9,07 | 25,12 | 25,12 | 25,12 | 25,12 | 10,73 | 9,65 | 8,49 | 7,90 | 7,55 | 7,28 | |
| ¿Cumple? | si/no | Si | Si | Si | Si | Si | Si | Si | Si | Si | Si | Si | |
| Criterio | | | | | | | | | | | | | #3. |
| Razón DPA/PA > 1/2(Yield TES 10 años) | | | | | | | | | | | | | |

| | | \$/Año 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|--------------------------|-------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|----------|----------|----------|----------|
| Dividendos | \$ | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Valor Empresa | \$ | 3.386,26 | 4.426,29 | 4.638,17 | 4.816,76 | 5.081,80 | 5.370,08 | 5.700,19 | 6.048,85 | 6.372,03 | 6.734,16 | 7.167,79 |
| Total Pasivos | \$ | 5.900,51 | 6.625,15 | 6.698,23 | 6.696,06 | 6.742,46 | 6.762,12 | 6.766,28 | 6.722,32 | 7.016,78 | 7.522,98 | 8.068,67 |
| Valor Patrimonial | \$ | - 2.514,25 | - 2.198,86 | - 2.060,06 | - 1.879,30 | - 1.660,66 | - 1.392,04 | - 1.066,09 | - 673,47 | - 644,75 | - 788,82 | - 900,88 |
| DPA/PA | X | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Yield TES a 10 años | %a | 6,36% | 6,36% | 6,36% | 6,36% | 6,36% | 6,36% | 6,36% | 6,36% | 6,36% | 6,36% | 6,36% |
| 1/2(Yield TES a 10 años) | 10%a | 3,18% | 3,18% | 3,18% | 3,18% | 3,18% | 3,18% | 3,18% | 3,18% | 3,18% | 3,18% | 3,18% |
| ¿Cumple? | si/no | No | No | No | No | No | No | No | No | No | No | No |

Criterio

Un PA < 1.5 veces el valor en libros x acción

#4.

| | | | | | | | | | | | | |
|------------------------|-------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Valor Empresa | \$ | 3.386,26 | 4.426,29 | 4.638,17 | 4.816,76 | 5.081,80 | 5.370,08 | 5.700,19 | 6.048,85 | 6.372,03 | 6.734,16 | 7.167,79 |
| Total Pasivos | \$ | 5.900,51 | 6.625,15 | 6.698,23 | 6.696,06 | 6.742,46 | 6.762,12 | 6.766,28 | 6.722,32 | 7.016,78 | 7.522,98 | 8.068,67 |
| Valor Patrimonial | \$ | - 2.514,25 | - 2.198,86 | - 2.060,06 | - 1.879,30 | - 1.660,66 | - 1.392,04 | - 1.066,09 | - 673,47 | - 644,75 | - 788,82 | - 900,88 |
| Patrimonio en Libros | \$ | 6.325,62 | 6.454,07 | 6.769,44 | 7.139,16 | 7.586,00 | 8.098,69 | 8.673,19 | 9.312,78 | 10.025,97 | 10.791,97 | 11.604,60 |
| 1.5(Patrimonio Libros) | en \$ | 9.488,42 | 9.681,11 | 10.154,16 | 10.708,74 | 11.378,99 | 12.148,03 | 13.009,78 | 13.969,17 | 15.038,96 | 16.187,95 | 17.406,91 |
| ¿Cumple? | si/no | Si | Si | Si | Si | Si | Si | Si | Si | Si | Si | Si |

Criterio

Deuda (D) < Valor en libros del Patrimonio (PAT)

#5.

| | | | | | | | | | | | | |
|----------------------|-------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| Deuda (D) | \$ | 2.256,43 | 2.979,54 | 2.819,89 | 2.577,86 | 2.369,32 | 2.117,96 | 1.834,04 | 1.483,83 | 1.452,73 | 1.612,82 | 1.790,55 |
| Patrimonio en Libros | \$ | 6.325,62 | 6.454,07 | 6.769,44 | 7.139,16 | 7.586,00 | 8.098,69 | 8.673,19 | 9.312,78 | 10.025,97 | 10.791,97 | 11.604,60 |
| ¿Cumple? | si/no | Si | Si | Si | Si | Si | Si | Si | Si | Si | Si | Si |

Criterio

Una Razón Corriente (RC=AC/PC) >= 2,00

#6.

| | \$/Año | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|------------------|--------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| Activo Corriente | \$ | 5.481,45 | 6.633,99 | 7.087,41 | 7.522,94 | 7.979,47 | 8.463,71 | 8.982,17 | 9.533,77 | 10.558,39 | 11.838,04 | 13.147,34 |
| Pasivo Corriente | \$ | 4.263,01 | 4.260,22 | 4.561,28 | 4.457,96 | 4.624,50 | 4.928,08 | 5.282,46 | 5.269,59 | 5.564,05 | 5.910,16 | 6.278,12 |
| Razon Corriente | veces | 1,29 | 1,56 | 1,55 | 1,69 | 1,73 | 1,72 | 1,70 | 1,81 | 1,90 | 2,00 | 2,09 |
| ¿Cumple? | si/no | No | No | No | No | No | No | No | No | No | Si | Si |

Criterio
Crecimiento medio de Utilidades Netas (UN) del 7% anual o más en los últimos 4 años

#7.

| | | | | | | | | | | | | |
|---------------------------------|-------|--------|---------|---------|---------|--------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|
| Crec Medio UN, últimos 4 años % | | -53,7% | -159,5% | -325,1% | -164,9% | -47,7% | -5,1% | -16,7% | -8,4% | -1,5% | -13,2% | -19,1% |
| ¿Cumple? | si/no | No | No | No | No | No | No | No | No | No | No | No |

Criterio
Estabilidad en el crecimiento de utilidades (no más de 2 años < 5%)

#8.

| | | | | | | | | | | | | |
|-------------------------|-------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| Crecimiento año a año % | | -12,76% | -63,16% | 145,50% | 17,23% | 20,86% | 14,74% | 12,05% | 11,33% | 11,51% | 7,40% | 6,09% |
| ¿Cumple? | si/no | No | No | No | Si | Si | Si | Si | Si | Si | Si | Si |