

VALORACIÓN DE PROCAFECOL PARA LA EMISIÓN DE ACCIONES
ORDINARIAS

Camilo López Tobar
Juan Pablo Silva Lopera

PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS,
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS
BOGOTÁ
2009

VALORACIÓN DE PROCAFECOL PARA LA EMISIÓN DE ACCIONES
ORDINARIAS

Camilo López Tobar
Juan Pablo Silva Lopera

TALLER DE GRADO

Tutor
Germán Roberto Verdugo Rodríguez
Director de Investigaciones Económicas
Correval S.A.

PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS,
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS
BOGOTA
2009

CONTENIDO

	pag.
1. INTRODUCCION	12
1.1 PROBLEMA	12
1.2 JUSTIFICACIÓN	14
1.3 OBJETIVOS	15
1.3.1 Objetivo general	15
1.3.2 Objetivos específicos	15
1.4 RESUMEN EJECUTIVO	16
2. MARCO TEÓRICO	18
2.1 OBJETIVO DEL ANÁLISIS FINANCIERO	18
2.2 BASES PARA LA VALORACIÓN POR MEDIO DEL FLUJO DE CAJA DESCONTADO	19
2.3 VALORACIÓN RELATIVA POR MÚLTIPLOS	23
2.3.1 Múltiplo valor de la empresa/EBITDA	23

2.3.2 Múltiplo de las Ventas (Valor de mercado / Ventas)	24
2.3.3 Limitaciones de la valoración por Múltiplos	25
3. MOMENTO ECONÓMICO	27
3.1 MERCADOS DESARROLLADOS	28
3.2 MERCADOS EMERGENTES	32
4. VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE EMITIR ACCIONES ORDINARIAS	43
4.1 VENTAJAS	43
4.1.1 Mejoramiento de las condiciones de negociación con entidades financieras	43
4.1.2 Saneamiento de la caja	44
4.1.3 La acción ordinaria no tiene vencimiento	44
4.1.4 Disminución del riesgo de los accionistas	44
4.2 DESVENTAJAS	45
4.2.1 Pérdida del control total de la organización	45
4.2.2 Altos costos de la emisión	46

4.2.3 Costos directos de la emisión	46
4.2.4 Costo de subvaloración o sobrevaloración	47
4.2.5 Aumento de los impuestos	47
5. ANÁLISIS Y DESARROLLO DE LA VALORACIÓN DE PROCAFECOL POR LOS MÉTODOS PROPUESTOS	49
5.1 SITUACIÓN ACTUAL DE PROCAFECOL	49
5.1.1 Ventas	49
5.1.2 Costos y gastos operacionales	50
5.1.3 Deuda	53
5.1.4 Apertura de tiendas	54
5.1.5 Razones financieras Procafecol año 2008	55
5.1.5.1 Razón corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	55
5.1.5.2 Prueba acida (Activo Corriente - Inventarios) / Pasivo Corriente	55
5.1.5.3 ROA (Utilidad Neta / Activos)	56
5.1.5.4 ROE (Utilidad Neta / Patrimonio)	56

5.1.5.5 Endeudamiento (Pasivo / Activo)	56
5.1.5.6 Leverage total (Pasivo / Patrimonio)	56
5.1.5.7 Leverage corto plazo (Pasivo Corriente / Patrimonio)	56
5.1.5.8 Margen neto (Utilidad Neta / Ventas)	57
5.1.5.9 Margen Bruto (Utilidad Bruta / Ventas)	57
5.1.6 Análisis razones financieras	57
5.2 VALORACIÓN POR EL MODELO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO	58
5.2.1 Supuestos	58
5.2.1.1 Crecimiento real	58
5.2.1.2 Inflación	59
5.2.1.3 Costos de venta y prestación de servicios	60
5.2.1.4 Capital de trabajo	60
5.2.1.5 Propiedad planta y equipo	60
5.2.1.6 Impuestos	61
5.2.1.7 Tasas de descuento	61

5.2.1.8 Relación patrimonio deuda	62
5.2.2 Flujo de caja descontado	63
5.2.3 Valor de la empresa	64
5.3 VALORACIÓN POR MULTIPLOS	65
5.3.1 Múltiplo de la empresa/EBITDA	65
5.3.2 Múltiplo de las ventas (Valor de Mercado / Ventas)	67
5.4 VALOR DE LA ACCIÓN DE PROCAFECOL	68
6. CONCLUSIONES	70
7. RECOMENDACIONES	73
BIBLIOGRAFÍA	74
ANEXOS	78

LISTA DE CUADROS

	pag.
Cuadro 1 Discriminación Costos Y Gastos Operacionales Procafecol	51
Cuadro 2 Relación Entre Ingresos Operacionales-Costos Y Gastos Operacionales	52
Cuadro 3 Promedio De Crecimiento Real De Ingresos Operacionales	59

LISTA DE FIGURAS

	pag.
Figura 1 Comportamiento NASDAQ Industrial (Octubre 2007-Octubre 2009)	28
Figura 2 Comportamiento FTSE 100 (Octubre 2007-Octubre 2009)	29
Figura 3 Comportamiento Dax (Octubre 2007 –Octubre 2009)	30
Figura 4 Comportamiento NIKKEI 225 (Octubre 2007-Octubre 2009)	31
Figura 5 Indices De Precios De Productos Básicos	33
Figura 6 Comportamiento Bovespa (Octubre 2007-Octubre 2009)	34
Figura 7 Evolución de la economía colombiana 2001-2009 (segundo trimestre)	36
Figura 8 Colocaciones de Renta Fija corporativa en el mercado de capitales colombiano.	37
Figura 9 Total negociado en acciones en Colombia 2002-2008	38
Figura 10 Comportamiento IGBC (Octubre 2007-Octubre 2009)	39
Figura 11 Comportamiento COL20 (Enero 2008 - Octubre 2009)	40
Figura 12 Comportamiento COLCAP (Enero 2008-Octubre 2009)	41

Figura 13 Ventas Procafécol	50
Figura 14 Costos y gastos operacionales Procafécol	51
Figura 15 Ventas VS costos y gastos Procafécol	52
Figura 16 Deuda a corto y largo plazo Procafécol	53
Figura 17 Tiendas Procafécol por año	54
Figura 18 Tasas de negociación de los TES colombianos	62
Figura 19 Flujos de caja proyectados de Procafécol	64
Figura 20 Múltiplo de valor de la empresa Procafécol y Starbucks 2008 y 2009	66
Figura 21 Múltiplo de ventas Procafécol y Starbucks 2008 y 2009	67

LISTA DE ANEXOS

	pag.
Anexo A Balance general Procafecol S.A.	78
Anexo B Estado de resultados Procafecol S.A.	80
Anexo C Estados financieros históricos simplificados Procafecol S.A.	81
Anexo D Estados financieros simplificados proyectados Procafecol S.A.	83
Anexo E Flujo de caja libre histórico Procafecol S.A.	85
Anexo F Flujo de caja libre proyectado Procafecol S.A.	86
Anexo G Supuestos empleados para la proyección de los estados financieros de Procafecol S.A.	87
Anexo H Flujo de caja descontado Procafecol S.A.	88

1. INTRODUCCIÓN

1.1 PROBLEMA

Procafécol S.A. es una empresa fundada a finales del año 2002 por la Federación Nacional de Cafeteros, como un mecanismo para mejorar las condiciones de los caficultores colombianos al convertirse en una compañía representante de los intereses de este gremio en cuanto a la comercialización y desarrollo de el café en sus distintas presentaciones, tanto en el mercado nacional como internacional. En consecuencia el 1 de Mayo de 2004, empezó su proceso de expansión haciéndose cargo directamente de las tiendas Juan Valdez Café, lo que genero un plan de expansión de estas a nivel mundial, empezando su presencia internacional en Estados Unidos de America, hasta el día de hoy donde cuenta con presencia en 9 países incluyendo, a Colombia.

Debido a este proceso de expansión Procafécol S.A. ha invertido millonarias sumas de dinero obtenidas a partir de diversas fuentes de financiación como lo fue la emisión de acciones preferenciales sin derecho a voto en el año 2005 lo que incremento el patrimonio de la compañía en veinte mil millones de pesos, para los caficultores colombianos y es por esto que debido al momento actual de la economía se considera necesario evaluar la emisión de acciones ordinarias como una fuente de capital rentable para esta compañía.

Por otro lado las distintas organizaciones colombianas debido a la necesidad de financiarse a un costo manejable a largo plazo, han encontrado en el mercado de capitales, más específicamente en instrumentos financieros como la emisión de bonos y de acciones una forma de obtener los recursos necesarios para su crecimiento. De este modo empresas reconocidas como: Ecopetrol S.A., Banco de Crédito de Colombia S.A. Helm Financial Services, Grupo Aval Acciones y Valores S.A. emitieron acciones al público en el año 2007 por primera vez, y a lo largo de

los últimos años, otras compañías como ISA, ETB e ISAGEN han tenido experiencias de democratización del capital, que les han permitido involucrarse en ambiciosos planes de expansión. Con base en esta realidad, este trabajo busca investigar si es eficiente para Procafecol emitir acciones al público y a qué precio éstas deberían ser emitidas.

1.2 JUSTIFICACIÓN

En primera instancia, al realizar este trabajo de grado, es importante desarrollar un trabajo en el cual se puedan implementar los conocimientos adquiridos a lo largo de la carrera de Administración de Empresas, principalmente en el área de finanzas. Adicionalmente se pretende establecer un criterio para definir si la emisión de acciones de Procafecol en el mercado, será subvalorada o sobrevalorada en el momento que emita estos títulos en el mercado financiero colombiano. Por otro lado, debido a que Juan Valdez, la principal marca de Procafecol, es la marca más representativa del café colombiano¹ se encuentra entonces la potencialidad de una democratización del capital, para realizar un crecimiento sostenible del desarrollo de las estrategias de Procafecol.

De este modo, al ser una compañía colombiana con reconocimiento a nivel mundial y nacional se busca valorar esta organización mediante métodos de valoración financiera tales como el método de flujo de caja descontado debido a la utilidad de este método para lograr llegar a un acercamiento confiable al valor financiero de una firma; o la valoración por múltiplos que es ampliamente utilizado en la actualidad. Sin embargo, teniendo en cuenta que la compañía actualmente no tiene acciones que coticen en el mercado de capitales, estos métodos al no ser tradicionales² pueden ser insuficientes por falta de comparativos.

¹ Juan Valdez ha venido desarrollando estrategias para el incremento de las ventas a nivel nacional y mundial, (logrando el reconocimiento como la marca mas recordada otorgado a nivel mundial en el 2005 por el concurso Advertising Week). ¹“Advertising Week” Disponible en Internet: http://advertising.yahoo.com/advertisingweek_07/gallery.html : Recuperado 23 de Febrero de 2009.

² La valoración por múltiplos, es un método el cual por su novedad no se considera tradicional.

1.3 OBJETIVOS

1.3.1 Objetivo general

- Determinar a qué precio debería ser emitida, en el mercado primario colombiano, la acción de Procafecol.

1.3.2 Objetivos específicos

- Realizar una revisión bibliográfica, de las metodologías para la valoración de empresas.
- Determinar el precio de las acciones para posteriormente evaluar si se encuentran sobrevaloradas o subvaloradas (Frente al precio que salgan emitidas).
- Identificar si es el momento económicamente adecuado para la emisión de estos títulos.
- Reconocer qué ventajas y desventajas puede tener la emisión de acciones para Procafecol en su estrategia o plan de negocio.

1.4 RESUMEN EJECUTIVO

Por medio de este resumen se explicará brevemente el contenido de cada uno de los capítulos propuestos en este trabajo de grado con el fin de dar una ilustración de los temas a tratar.

En el primer capítulo se explicarán conceptualmente los modelos y las teorías que serán utilizadas e implementadas en el desarrollo de este trabajo de grado, tales como el objetivo de el análisis financiero, el flujo de caja descontado, la valoración por múltiplos de ventas, la valoración por múltiplos del valor de la empresa y finalmente las limitaciones de la valoración por múltiplos.

En el segundo capítulo se hará un análisis económico de la situación actual de los mercados mundiales; iniciando con un análisis de la economía de los mercados desarrollados para posteriormente continuar con los mercados emergentes y terminar con un análisis de la situación actual de la economía Colombiana.

En el tercer capítulo se explicarán las ventajas y desventajas que tiene para una organización una emisión primaria de acciones ordinarias teniendo en cuenta distintos factores tales como los altos costos de la emisión y el saneamiento de la caja entre otros.

En el cuarto capítulo, inicialmente se hará un análisis financiero de Procafecol, posteriormente se explicarán cada uno de los supuestos utilizados para la valoración de Procafecol por medio del modelo de flujo de caja descontado, para después dar la explicación y el valor de la empresa hallado por medio de este. A continuación se explicará la valoración por múltiplos realizada y se presentarán los resultados obtenidos por medio de esta y finalmente se calculará el valor de la acción basándose en el valor obtenido de la valoración por medio del modelo de flujo de caja descontado.

En el quinto capítulo se realizarán las conclusiones pertinentes para la investigación.

En el sexto y último capítulo se harán las recomendaciones necesarias que surjan después de la realización de la investigación.

2. MARCO TEÓRICO

A continuación, se especifican distintos conceptos, los cuales son indispensables para el desarrollo de la valoración de Procafecol, clasificándolos con respecto a su relevancia para el adecuado desarrollo de este trabajo de investigación. Para esto se comienza por los modelos mas utilizados en la actualidad para la valoración de empresas como son el “Flujo de caja descontado” y la “Valoración relativa por múltiplos de la industria” los cuales se escogieron debido a la pertinencia de estos para la eficiente valoración de empresas de distintos sectores de la economía. Además se presentaran conceptos relacionados con la comprensión de estos dos modelos de valoración.

2.1 OBJETIVO DEL ANÁLISIS FINANCIERO

Cada activo, tanto financiero como real, tiene un valor. La clave para invertir y administrar estos activos no es solamente entender que es el valor, sino también las fuentes de éste. Cualquier activo puede ser valorado, pero unos activos son más fáciles de valorar que otros y el detalle de cada valoración varía en cada caso.

Es así como el análisis financiero es de gran utilidad en distintos campos, como lo pueden ser la administración financiera, la valoración de portafolios, el análisis de expansión, análisis de mercados y finanzas corporativas entre otros, siendo de importancia para el desarrollo de este trabajo el último campo mencionado, ya que a partir de esta área se puede determinar el valor de una firma, analizando sus resultados financieros a lo largo de un periodo determinado de tiempo.

2.2 BASES PARA LA VALORACIÓN POR MEDIO DEL FLUJO DE CAJA DESCONTADO

El primer método de mercado a usarse para valorar Procafecol, asume que el valor de la empresa será la suma de los flujos futuros que la compañía genere mediante su operación, para esto se realiza una proyección del flujo de caja libre de la compañía, en este caso va a realizarse a 5 años teniendo en cuenta que Procafecol busca consolidar su esquema de expansión en el año 2013³ y después descontarlo a un costo promedio ponderado de capital (WACC). Debido a esto, es indispensable comprender los componentes de este método, el cual “tiene sus fundamentos en la regla del valor presente, en donde el valor de cualquier activo, es el valor presente de los flujos de caja futuros esperados para cualquier activo.

$$Valor = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FC_t}{(1+r)^t}$$

n = Vida del activo (Años, días, periodos)

CF_t = Flujo de caja en el periodo t

r = Tasa de descuento de los flujos de caja estimados, teniendo en cuenta el riesgo.”⁴

De esta manera, el flujo de caja descontado, basa su pronóstico en la correcta aplicación del flujo de caja libre sobre los activos, el cual se utiliza, para determinar la cantidad de dinero que está disponible en la empresa, antes de cubrir los gastos asociados a las obligaciones financieras. De la misma manera, este método sólo es posible de determinar cuando la organización ha cubierto todas las

³ “Prospecto de Colocación de Acciones Preferenciales Procafecol” Disponible en Internet: <http://www.juanvaldezcafe.com/procafecol/accionistas/archivos/3.%20Informaci%C3%B3n%20para%20accionistas/a.%20Prospecto%20de%20Emisi%C3%B3n.pdf>: Recuperado 20 de mayo de 2009.

⁴ DAMODARAN, aswath.. Investment valuation. 2 ed. New York. McGraw Hill. 2002. p. 15.

necesidades de reinversión en activos fijos, y en necesidades operativas de fondo; y como dice Velez⁵ es la “Relación de ingresos y egresos en el tiempo, que se usa para determinar la conveniencia o no, de una alternativa o proyecto de inversión. No todos los movimientos de dinero se incluyen en este flujo de caja libre. No entran en su conformación los siguientes renglones: Aporte de capital, préstamos recibidos, pagos de préstamos, pagos de intereses, ahorros en impuestos por intereses y utilidades o dividendos pagados”.

Es de suma importancia notar, que el flujo de caja libre se proyecta a futuro, y es necesario identificar qué ocurrirá mas allá del último periodo evaluado, lo que implica el uso del valor terminal; el cual es el valor presente de todos los flujos futuros de una compañía hasta el infinito, este valor se puede determinar haciendo el supuesto que después del año proyectado estos flujos serán constantes y posteriormente se descontarán según el costo capitalizado. Sin embargo es de suma importancia tener en cuenta que el valor terminal, depende de lo que se espera que pueda suceder después del último periodo analizado.

Posteriormente el flujo de caja libre debe descontarse al costo promedio ponderado de capital (en ingles “WACC”), el cual “es el promedio ponderado de los costos de los diferentes componentes de la financiación, incluyendo la deuda, acciones, y seguros, usados por la firma para fundamentar sus necesidades financieras”⁶.

El costo promedio ponderado de capital se define matemáticamente de la siguiente forma.

⁵ VELEZ, Ignacio. Decisiones de Inversión .2 ed. Bogota. CEJA. 2001. p.412.

⁶ DAMODARAN. Op. cit., p.62.

$$\text{WACC} = K_e(E/(E+D+PS)) + K_d(D/(E+D+PS)) + K_{ps}(PS/(E+D+PS))$$

Donde: WACC = Costo promedio ponderado de capital.

K_e = Costo del patrimonio neto.

K_d = Costo de la deuda después de impuestos.

K_{ps} = Costo de la acción preferente.

$E/(E+D+PS)$ = Valor en el mercado del patrimonio neto.

$D/(E+D+PS)$ = Valor en el mercado de la deuda.

$PS/(E+D+PS)$ = Valor en el mercado de las acciones preferentes”⁷.

Para la comprensión adecuada de cada uno de los componentes del costo promedio ponderado de capital, a continuación se desagregará la ecuación relacionada por cada costo. De esta manera:

El K_e es decir el costo del patrimonio neto, en este caso se va a medir mediante la utilización del modelo de valoración de activos de capital (en inglés CAPM), el cual “mide el riesgo en términos de varianza diversificable y relaciona los retornos esperados a esa medida de riesgo.”⁸ Este modelo está basado en cinco supuestos mencionados a continuación:

1. “Todos los inversores tienen expectativas homogéneas.
2. Los inversores pueden invertir y tomar prestado a la tasa libre de riesgo.
3. No hay costes de transacción.
4. Los inversores tienen aversión al riesgo.
5. Todos los inversores tienen el mismo horizonte temporal.”⁹

⁷ VELEZ. Op. cit., p.62.

⁸ Cruz, Villarreal, Rosillo. Finanzas corporativas. Bogotá. Thomson. 2002. p.73.

⁹ FERNANDEZ, pablo. Valoración de Empresas. 3 ed. Barcelona. Ediciones Gestión 2000. 2004. p.386.

Posteriormente el costo de la deuda K_d , mide el costo al cual actualmente le será prestado a la empresa en caso de necesitar dinero para financiar proyectos; este costo se determina mediante 3 variables:

1. "Nivel actual de las tasas de interés.
2. Riesgo de omisión de la compañía.
3. La ventaja de los impuestos asociada con la deuda."¹⁰

Posteriormente, el costo de las acciones preferenciales, K_{ps} tiene en cuenta los dividendos preferenciales por acción y el precio de mercado por cada acción preferencial, el cual se determinara según las políticas de la compañía, en la cual la acción preferencial será adquirida por la Federación Nacional de Cafeteros al valor nominal, mas los dividendos preferenciales no entregados valorados al promedio de la DTF anual.

Por otro lado es importante hacer énfasis en que mediante el uso de este modelo de descuento se tienen en cuenta los distintos riesgos a los cuales una empresa está expuesta (Riesgo operativo, riesgo de financiación, riesgo país, riesgo legal, riesgo de liquidez entre otros), de tal manera que al descontar el flujo de caja libre mediante el WACC, se estima tienen en cuenta los riesgos a los que está expuesta la empresa.

Finalmente, es de suma importancia recalcar la utilidad de este método, debido a que tiene en cuenta diversos componentes de la empresa y de su entorno. De este modo es posible acercarse a un valor de la empresa el cual puede ser comparado con la valoración por múltiplos la cual se explicará a continuación, para ajustar el precio final de la acción.

¹⁰ CRUZ, VILLARREAL, ROSILLO. Op. cit., p.84.

2.3 VALORACIÓN RELATIVA POR MÚLTIPLOS

El segundo método de valoración que se va a usar en este trabajo es la valoración relativa por múltiplos, el cual es un método basado en la valoración de activos con respecto al precio de activos similares en el mercado. Este método se estructura mediante dos componentes, el primero se basa en que la valoración de los activos debe ser estandarizada, usualmente esto se logra convirtiendo los precios mediante las fórmulas establecidas que se explicarán mas adelante, en múltiplos de ingresos, valor en libros o en ventas. El segundo componente se basa en buscar firmas similares las cuales se encuentren en una misma línea de negocio con riesgos similares y crecimientos similares para su comparación. Debido a lo anteriormente mencionado es de vital importancia tener en cuenta la variedad de múltiplos que pueden ser usados para la valoración de una empresa, por lo cual se determinó el uso de los siguientes múltiplos:

2.3.1 Múltiplo valor de la empresa/EBITDA Este múltiplo es comúnmente utilizado debido a que puede accederse, aún en firmas con ingresos netos negativos y es el mas cercano al flujo de caja; es así como este modelo muestra la capacidad de creación de valor de los activos operativos de la empresa. Esto gracias a que el modelo tiene en cuenta en el numerador el valor de la firma que se calcula mediante el valor de mercado del capital de esta, sin tener en cuenta el apalancamiento financiero y el efectivo, haciéndolo fácilmente comparable con otras firmas debido a que al omitir estos valores del calculo se es mas fácil comparar las distintas empresas en un determinado sector. Por otro lado en el denominador se utiliza el EBITDA; utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortizaciones; es decir una aproximación a la generación caja de la empresa. Igualmente al valorar antes de la depreciación, se ahorra el inconveniente del uso de los distintos métodos de depreciación aplicados por las

compañías actualmente, (depreciación lineal, depreciación acelerada entre otros). Además como en este caso el numerador es el valor de la firma y el denominador son los ingresos de dinero antes de la deuda, las compañías son más fácilmente comparables.

En consecuencia la ecuación necesaria para el desarrollo de este método se relaciona a continuación.

$$\text{“VE/EBITDA} = \frac{\text{valor de mercado del capital - valor de mercado de la deuda – efectivo}}{\text{EBITDA}}$$

Valor de la firma = Múltiplo x Indicador de la firma valorada”¹¹

Por lo anteriormente mencionado y teniendo en cuenta que Procafecol es una empresa en desarrollo y crecimiento con un alto nivel de apalancamiento, se considera conveniente usar este múltiplo debido a su utilidades netas negativas en los últimos periodos.

2.3.2 Múltiplo de las Ventas (Valor de mercado / Ventas) Este múltiplo basa su cálculo en las ventas de la compañía, debido a que este valor no ha sido manipulado contablemente, lo que genere certeza sobre el valor a calcular. De este modo el valor de la compañía es comparado con el valor de las ventas de ésta; este método da certeza en la medida en que el múltiplo de valor de la firma tiene en cuenta el valor de la deuda de la compañía, la cual en algún punto en el tiempo tiene que ser paga.

¹¹ DAMODARAN, Aswath. Investment valuation. New York. McGraw Hill. 1996. p.705

En consecuencia la ecuación de este modelo se relaciona a continuación.

$$\text{"VE/VENTAS"} = \frac{\text{Capitalización de mercado + deuda - caja y equivalentes}}{\text{Ventas Anuales}}^{12}$$

Debido a la estrategia de expansión de Procafecol y al posicionamiento que ha logrado esta compañía a nivel nacional e internacional de la bebida de café, el múltiplo de ventas es pertinente para el desarrollo de este trabajo debido a que tiene en cuenta las ventas y no desconoce las obligaciones financieras que esta compañía ha contraído para el desarrollo de este proceso.

Finalmente, mediante el uso de este segundo método para valorar Procafecol, se puede calibrar la valoración obtenida por medio del modelo de flujo de caja descontado, para de esta manera, lograr un resultado mas preciso, acerca del valor real de Procafecol, y del posible valor de las acciones que pueda emitir.

2.3.3 Limitaciones de la valoración por Múltiplos Procafecol al ser una compañía fundada en el año 2002 tiene algunas limitaciones para la valoración como lo son las ganancias negativas, debido a que “las firmas que están perdiendo dinero pueden crear problemas para los analistas”¹³, esto debido a que se complica determinar un promedio del crecimiento de los ingresos, además de estimar un crecimiento histórico de la compañía. De esta manera hay que normalizar los ingresos, reemplazando los ingresos negativos por “ingresos normalizados” lo cual significa mantener los ingresos en el tiempo, para cubrir los

¹² “Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables”. Disponible en Internet: <http://web.iese.edu/PabloFernandez/docs/FN-0462.pdf>, recuperado: 13 septiembre de 2009.

¹³ “The dark side of valuation”. Disponible en Internet: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/HighGrow.pdf>, recuperado: 6 de marzo de 2009.

egresos, suponiendo que estos ingresos en el tiempo tenderán a ser positivos debido a los planes estratégicos que la compañía ha implementado.

3. MOMENTO ECONÓMICO

Durante el transcurso de los últimos dos años, la economía mundial sufrió una fuerte recesión debido a que la desregulación financiera impulsó a tomar riesgos de gran tamaño, hasta ese momento inimaginables, principalmente en los países desarrollados; este riesgo no se encontraba realmente diversificado, alentando un profundo sobreendeudamiento por parte de los consumidores financieros. La falta de control generó una burbuja especulativa en donde se multiplicó el apalancamiento para la compra activos financieros, propiciado en gran medida por la venta de bienes inmuebles sobrevalorados, y su respectiva hipoteca sobre un valor irreal. Además de las bajas tasas de interés para este financiamiento; en el momento que las tasas de interés se elevaron, los prestatarios se vieron en incapacidad de responder por sus obligaciones, generando una reacción en cadena, llevando a la quiebra de entidades financiera sobre expuestas a estos activos “tóxicos” y al detrimento de la economía mundial.

De esta manera el comportamiento de los mercados financieros mundiales, se vio fuertemente afectado a la baja, así pues en 2008 la caída porcentual en los distintos mercados llegó a niveles muy elevados, por el anuncio de quiebra de entidades financieras como Bear Stearns la cual fue intervenida por la Reserva Federal estadounidense en marzo de 2008, así mismo hacia septiembre de este mismo año la Reserva Federal anuncia la intervención Fannie Mae y Freddie Mac, las 2 principales compañías hipotecarias de Estados Unidos de America, y en este mismo mes Lehman Brothers el cuarto banco de inversión de este país se declara en quiebra, además de esto grandes empresas de otros sectores como la General Motors entraron en ley de banca rota por los bajos niveles de consumo y la falta de pago por parte de los consumidores por lo cual los índices accionarios alrededor del mundo cayeron abruptamente.

3.1 MERCADOS DESARROLLADOS

El primer índice a tratar es el NASDAQ INDUSTRIAL, este está compuesto por mas de 3800 compañías y corporaciones que cotizan en la bolsa de Nueva York (Starbucks hace parte de este índice).

Este tuvo una notoria caída por el anuncio de rescate de Bear Stearns en Marzo de 2008, posteriormente la caída desde agosto de 2008 hasta marzo de 2009 en donde lentamente ha empezado una recuperación. Es así como se puede notar como el mercado accionario fue afectado directamente por la crisis financiera en las economías desarrolladas al punto de terminar generando una recesión económica, sin precedentes en la historia reciente.

Figura 1: Comportamiento NASDAQ Industrial (Octubre 2007-Octubre 2009)



Fuente: <http://finance.yahoo.com> ¹⁴

14“Indice NASDAQ” Disponible en Internet:
<http://finance.yahoo.com/echarts?s=%5EIXIC#chart2:symbol=%5Eixic;range=20071002,20091002;indicator=volume;charttype=line;crosshair=on;ohlcvvalues=0;logscale=on;source=undefined> : Recuperado 2 de Octubre de 2009.

Por otro lado el índice accionario FTSE 100 del Reino Unido compuesto por las 100 empresas de mas alta capitalización en este mercado, listadas en la bolsa de valores de Londres, muestra igualmente las caídas pronunciadas del mercado accionario mundial, iniciado por las quiebras bancarias estadounidenses, notándose una caída bastante pronunciada desde agosto de 2008, hasta marzo de 2009, con una recuperación moderada con respecto a la caída presentada a lo largo del año 2008.

Figura 2: Comportamiento FTSE 100 (Octubre 2007-Octubre 2009)



Fuente: <http://finance.yahoo.com> ¹⁵

Sin embargo el FTSE 100 no fue el único índice europeo afectado por la crisis, además de este el índice DAX 30 de la bolsa de valores de Alemania, también nos muestra la caída pronunciada de los índices accionarios, notándose en gran

15“Índice FTSE 100” Disponible en Internet:

<http://finance.yahoo.com/echarts?s=%5EFTSE#chart1:symbol=^ftse;range=20071002,20091002;indicator=volume;charttype=line;crosshair=on;ohlcvvalues=0;logscale=on;source=undefined>: Recuperado 2 de Octubre de 2009.

medida desde agosto del 2008 la caída de estos por las quiebras financieras principalmente estadounidenses.

Figura 3: Comportamiento Dax (Octubre 2007 –Octubre 2009)



Fuente: <http://finance.yahoo.com>¹⁶

En el mercado financiero asiático, la crisis mundial también se vio reflejada en el índice NIKKEI 225, compuesto por los 225 valores más líquidos de la Bolsa de Tokio en Japón, este confirma la crisis económica mundial, ya que hacia las mismas fechas de los anuncios de quiebra de las entidades financieras estadounidenses el NIKKEI 225 se vio golpeado por la pérdida de valor de los activos.

¹⁶“Indice DAX” Disponible en Internet:

<http://finance.yahoo.com/echarts?s=%5EGDAXI#chart1:symbol=^gdaxi;range=20071002,20091002;indicator=volume;charttype=line;crosshair=on;ohlcvolumes=0;logscale=on;source=undefined>: Recuperado 2 de Octubre de 2009.

Figura 4: Comportamiento NIKKEI 225 (Octubre 2007-Octubre 2009)



Fuente: <http://finance.yahoo.com>¹⁷

Para la realización de esta investigación es de suma importancia realizar un análisis de los mercados accionarios mundiales mas representativos inmersos en la crisis debido a que esto influye para la consecución de financiación para las organizaciones por la falta de liquidez de los principales bancos. A partir de estos la emisión de acciones se convierte en una manera de conseguir liquidez sin intereses, además en el momento en que las empresas se han visto afectadas por la pérdida de valor, es posible atraer a los inversionistas con mayor facilidad ofreciéndoles una emisión primaria de una compañía nueva en el mercado que no vio afectado su valor en el mercado accionario.

Por otro lado una consecuencia notoria de la crisis es la aversión al riesgo y la desconfianza en el mercado por parte de los inversionistas, los cuales buscan refugiarse en valores de menor riesgo en las cuales no vean comprometido su

¹⁷“Indice NIKKEI 225”Disponible en Internet:
<http://finance.yahoo.com/echarts?s=%5EN225#chart5:symbol=%5EN225;range=20071002,20091001;indicator=volume;charttype=line;crosshair=on;ohlcvvalues=0;logscale=on;source=undefined>: Recuperado 2 de Octubre de 2009.

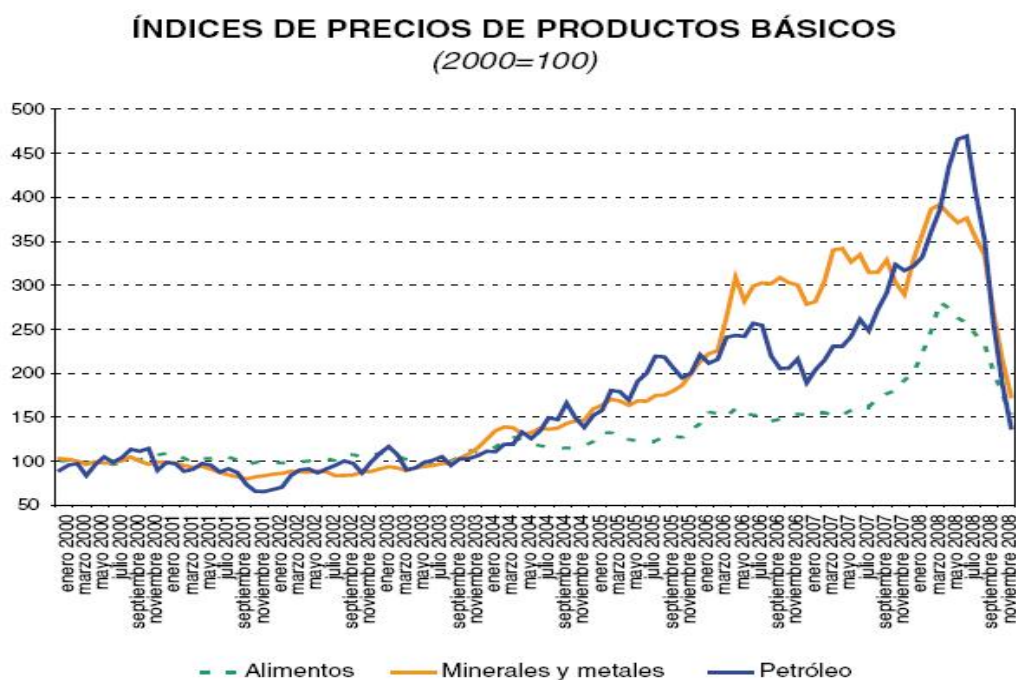
capital por la volatilidad de las bolsas mundiales por lo cual una compañía que goce de prestigio y de conocimiento por el desarrollo de su labor, es atractiva para estos inversionistas.

3.2 MERCADOS EMERGENTES

En Comparación los mercados desarrollados con respecto a los mercados emergentes, estos últimos se vieron afectados debido a la disminución de sus exportaciones por la caída mundial de la demanda, debido a que los principales socios económicos de los países en vía de desarrollo fueron los países más golpeados por la crisis, por otro lado la caída de las remesas por la imposibilidad de los inmigrantes en países desarrollados de mantener un ingreso estable, generó un decrecimiento en la demanda interna de los consumidores de países emergentes frenando la economía. Además “La baja del precio de los productos básicos derivada del menor crecimiento mundial”¹⁸ golpeó fuertemente a los productores debido a que los precios de estos bienes, venían subiendo constantemente desde el año 2007 hasta el inicio de la crisis mundial, en donde los precios bajaron fuertemente, volviendo insostenible la producción de estos y generando que los gobiernos emitieran subsidios para aminorar las pérdidas.

¹⁸ “Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe” Disponible en Internet: <http://www.cepal.org/publicaciones/xml/5/34845/LCG2401e.pdf>: Recuperado 8 de Octubre de 2009.

Figura 5: Índices De Precios De Productos Básicos.



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD).

Fuente: Balance Preliminar De Las Economías De America Latina Y El Caribe¹⁹

Sin embargo, es importante mencionar que a pesar de los factores anteriormente mencionados, los países emergentes, no sintieron una caída de sus economías de tan alta magnitud como los países desarrollados, esto debido a que en los años anteriores a la crisis, estos mejoraron su balanza de pagos por el aumento de sus exportaciones con respecto a sus importaciones, generando que la caída de las exportaciones no golpeará tan fuerte las economías.

De otro modo por el aumento de los ingresos en los años anteriores a la crisis, los países emergentes disminuyeron su déficit fiscal de tal manera que el estado tenía reservas para incentivar la economía, especialmente en momentos de crisis.

¹⁹ Disponible en Internet: <http://www.cepal.org/publicaciones/xml/5/34845/LCG2401e.pdf> : Recuperado 8 de Octubre de 2009.

Otro factor que demuestra los efectos de la crisis en los mercados emergentes, son los índices accionarios. Un ejemplo muy claro de esto es el mercado de valores de Brasil, BOVESPA (El mercado bursatil mas representativo de Latinoamérica), en este mercado es notorio como hacia octubre de 2008, la caída de valor fue bastante alta debido a los efectos de la crisis económica mundial; pero a diferencia de los mercados desarrollados, este mercado ha recuperado en gran medida su valor, llegando a un nivel muy cercano al promedio que venia manejando hacia el año 2007, mostrando la separación que se ha dado entre la crisis economica originada en los países desarrollados y la recuperación dada en los mercados emergentes.

Figura 6: Comportamiento Bovespa (Octubre 2007-Octubre 2009)



Fuente: <http://finance.yahoo.com>²⁰

Según lo anterior, se puede notar como la crisis económica mundial golpeo fuertemente los mercados, en países desarrollados como Estados Unidos, Reino Unido, Alemania y Japón.

²⁰“Índice BOVESPA” Disponible en Internet:

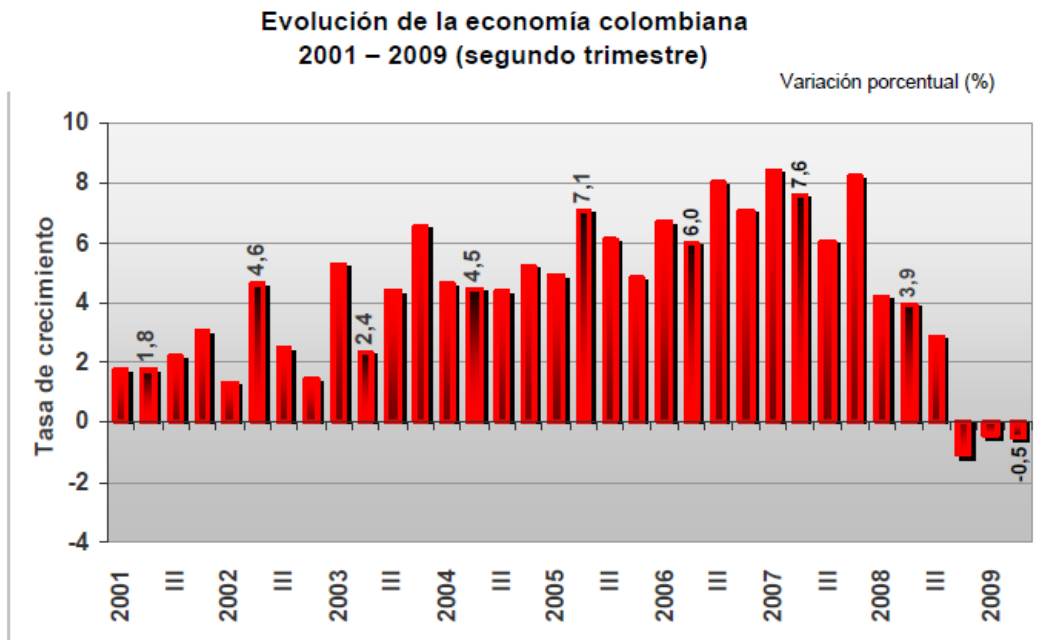
<http://finance.yahoo.com/q/bc?s=%5EBVSP&t=2y&l=on&z=m&q=l&c=:> Recuperado 2 de Octubre de 2009.

Sin embargo y por el objetivo de esta investigación es de vital importancia analizar la economía colombiana, ya que en este mercado podrían ser emitidas las acciones ordinarias de Procafecol.

Es así como Colombia, se vio golpeado por la crisis económica, en primera instancia por la reducción de las exportaciones²¹ de la misma manera que paso en la mayoría de los países emergentes, debido a la incapacidad de compra de estas por los países desarrollados, y al bajo precio de los commodities, en segunda instancia porque al mantener las tasas de interés en un nivel aceptable para la inversión, Colombia se convirtió en una país con mayor rentabilidad para los inversionistas, lo que generó la revaluación del peso, golpeando aún mas al gremio exportador, la balanza comercial y disminuyendo el ingreso de la población, y el consumo interno aumentando el desempleo y un decrecimiento de la economía, lo cual se ilustra a continuación.

²¹ El gremio exportador aumento en un 12% sus exportaciones de café entre 2007 y 2008 pero fue golpeado fuertemente en mayo de 2008 por la devaluación del dólar que llego a tocar los 1655 Pesos.

Figura 7: Evolución de la economía colombiana 2001-2009 (segundo trimestre)



FUENTE: DANE - Dirección de Síntesis y Cuentas Nacionales

Fuente: Comunicado de prensa DANE²²

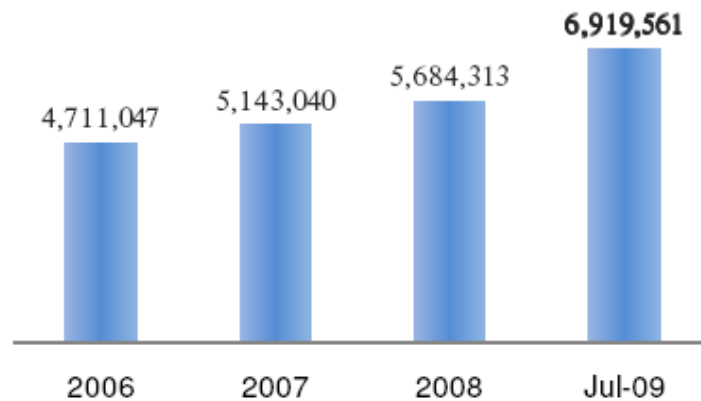
Esta gráfica muestra como el PIB colombiano empezó a decrecer debido a la crisis desatada en el año 2008, empezando en el año 2008 con un crecimiento positivo aunque en menor proporción al año inmediatamente anterior, llegando a decrecer en el cuarto trimestre de 2008 y en los dos primeros trimestres de 2009 demostrando que el país se encuentra en recesión.

Por otro lado el mercado financiero colombiano debido a los excesos de liquidez traídos de las economías desarrolladas se expandió, generando un aumento en el año 2009 de la emisión de deuda corporativa el cual se demuestra a continuación.

²² Disponible en Internet: http://www.dane.gov.co/files/comunicados/cp_pib_iitrim09.pdf: Recuperado 4 de Octubre de 2009.

Figura 8: Colocaciones de Renta Fija corporativa en el mercado de capitales colombiano

Colocaciones de Renta Fija Corporativa en el mercado de capitales Colombiano
(Cifras en COPMM)



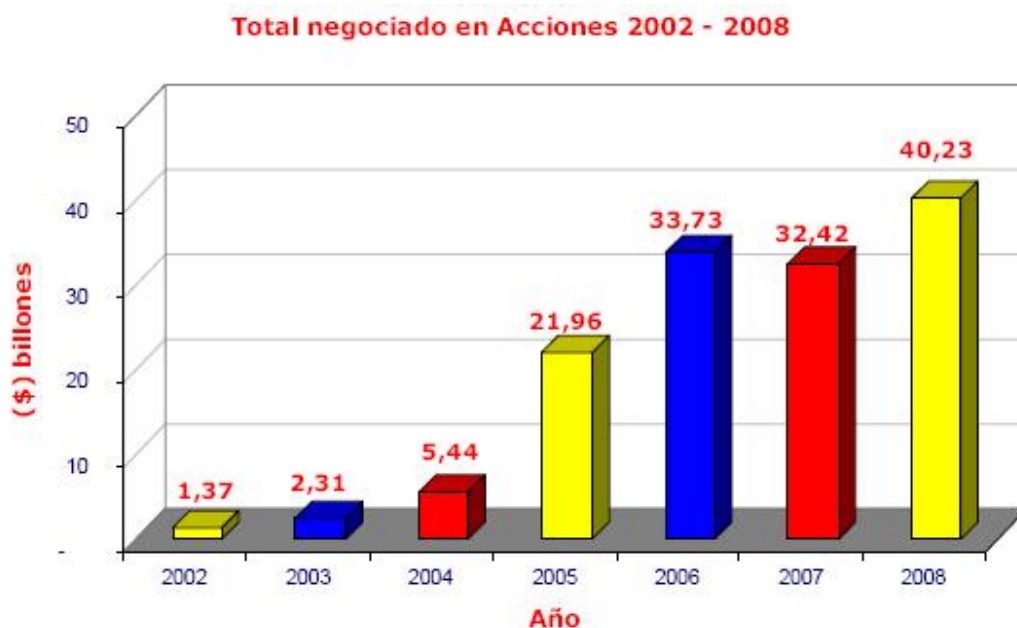
Fuente: BVC. Cálculos Corredores Asociados

Fuente: Nuevas emisiones de deuda privada: Una inversión atractiva²³

Es así como la confianza de los inversionistas en las compañías nacionales y las bajas tasas de interés, han generado un apetito por el mercado de capitales, impulsando de manera importante el mercado de deuda corporativa (tanto primario como secundario) y el mercado accionario que desafortunadamente no encuentra nuevos emisores.

²³Corredores y Asociados. Nuevas emisiones de deuda privada: una inversión atractiva. P.2.: Disponible en Internet: http://www.corredores.com/portal/eContent/library/Informes%5CInforme_755.PDF: Recuperado 26 de Septiembre de 2009.

Figura 9: Total negociado en acciones en Colombia 2002-2008.



Fuente: BVC. Consolidado Mercado. BVC 2008²⁴

Por otro lado el mercado accionario colombiano desde finales del año 2007 empezó una a tener una considerable caída en valor, llegando a su nivel de caída más critico hacia octubre de 2008 en donde había perdido el índice IGBC aproximadamente un 56% de su valor desde su punto mas alto hacia diciembre de 2007, como pasó en los distintos mercados mundiales. Sin embargo, en comparación con los mercados accionarios anteriormente relacionados es notable como el mercado accionario colombiano ha recuperado esta pérdida de valor en lo corrido del año, llegando relativamente al mismo nivel que se encontraba en 2007 antes de la crisis mundial como se muestra a continuación.

²⁴“Mercados de la BVC en 2008” Disponible en Internet:

http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/informesbursatiles?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=-569ca91f_11ff5371227_-5179c0a84c5b&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=-36c0e342_11de59a6ea2_-7972c0a84c5b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=-36c0e342_11de59a6ea2_-797bc0a84c5b Recuperado 7 de Octubre de 2009.

Figura 10: Comportamiento IGBC (Octubre 2007-Octubre 2009)



Fuente: Grupo Bancolombia

Fuente: Grupo Bancolombia²⁵

Aún así es importante recalcar que aunque los mercados mundiales han recuperado valor en lo corrido del año 2009, ninguno de ellos ha vuelto al valor anterior a la crisis como Colombia lo ha hecho. Otro ejemplo de este fenómeno se puede notar en los índices COLCAP y COL20, los cuales se relacionarán a continuación.

²⁵“Índice IGBC” Disponible en Internet:

http://investigaciones.bancolombia.com/inveconomicas/home/homeinfo.aspx?../espanol/indicadores/economicosHijos_ext.asp?id=121; Recuperado 10 de Octubre de 2009.

Figura 11: Comportamiento COL20 (Enero 2008 - Octubre 2009)



Fuente: Grupo Bancolombia²⁶

Este índice muestra las 20 acciones más líquidas que cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia; muestra de igual forma como hacia octubre de 2008, la falta de liquidez del mercado accionario representado en la aversión al riesgo por parte de los inversionistas debido a la caída de los mercados mundiales, notándose de igual manera la recuperación del mercado colombiano representado en un crecimiento del índice mayor a su nivel de inicio en enero de 2008.

²⁶“Índice COL 20” Disponible en Internet: http://investigaciones.bancolombia.com/cfxtemp/CFT1008_1923082CD.jpg; Recuperado 10 de Octubre de 2009.

Figura 12: Comportamiento COLCAP (Enero 2008-October 2009)



Fuente: Grupo Bancolombia²⁷

El índice COLCAP confirma la situación del mercado accionario, el cual se vio afectado hacia octubre de 2008 por la crisis mundial, pero recuperando su valor en lo corrido del año 2009, confirmando el buen momento del mercado financiero colombiano y la confianza de los inversionistas en los países emergentes.

A partir del análisis desarrollado a los mercados financieros mundiales y al mercado colombiano, en primer lugar es necesario tener en cuenta la crisis por la cual atravesó la economía mundial, y de la cual se está recuperando, aumentando el valor de los mercados debido a la confianza que hay especialmente en los países emergentes como lo es Colombia apoyando de esta manera una menor caída del PIB nacional. En segundo lugar es notable como en Colombia la

²⁷“Índice COLCAP”: Disponible en Internet:
http://investigaciones.bancolombia.com/cfxtemp/CFT1008_1918307D.jpg: Recuperado 10 de Octubre de 2009.

confianza en los títulos corporativos se ha visto reflejada en la colocación de títulos de deuda y en la confianza de los inversionistas en las acciones. Por otro lado la situación económica expresada en la disminución de precios, exportaciones y remesas que afectan a Colombia, gradualmente empezara a recuperarse, aumentando el valor de las compañías nacionales, especialmente de las listadas en bolsa, por lo cual es un momento adecuado para la colocación de acciones de Procafécol, debido a que podrá ser valorado a precios reales teniendo un valor agregado de ser un emisión primaria, nueva en el mercado y posteriormente con la recuperación económica, inflará su valor siendo mas fuerte financieramente que las organizaciones que fueron golpeadas por la pérdidas de valor en bolsa, generada por la crisis económica mundial; por lo cual se considera este un momento adecuado para la emisión y colocación de acciones ordinarias, para la cual Procafécol podría financiar sus planes de expansión aprovechando esta coyuntura.

4. VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE EMITIR ACCIONES ORDINARIAS

Desde hace muchos años las organizaciones del mundo han utilizado la emisión de acciones como una estrategia financiera económicamente viable. Sin embargo, para poder tomar una decisión de este tipo es necesario tener en cuenta las ventajas y desventajas que puede traer la emisión de acciones a las organizaciones. El objetivo de este trabajo es, precisamente identificar las ventajas y desventajas que traería a Procafecol la emisión de acciones ordinarias en el desarrollo de su plan de negocio el cual se basa en una expansión tanto nacional como internacional de las tiendas Juan Valdez.

4.1 VENTAJAS

4.1.1 Mejoramiento de las condiciones de negociación con entidades financieras Al emitir acciones Procafecol reduciría su apalancamiento financiero, corrigiendo así el endeudamiento que esta tiene con las entidades financieras y reemplazándolo por capital generando mayores posibilidades de conseguir más recursos por prestamos con entidades financieras lo cual ayudaría al desarrollo del plan de expansión de la empresa. De igual manera al aumentar su patrimonio por la colocación de acciones, el riesgo inherente a la compañía disminuye. Por otro lado al acceder al mercado de capitales la información sobre la empresa se vuelve de conocimiento público, lo cual genera mayor confianza en la organización por parte del público en general.

4.1.2 Saneamiento de la caja Al emitir acciones no se genera pago de cuotas o de intereses periódicos debido a que los dividendos sobre las acciones se pagan si la organización genera utilidades, lo que genera un beneficio en el manejo de los recursos líquidos de la compañía. Por otro lado, si la compañía utiliza parte de los recursos obtenidos por la venta de acciones para pagar sus obligaciones financieras que estén afectando directamente la caja por motivos como el tiempo o monto, esto se podrá ver reflejado directamente en el disponible de la empresa debido a que podrá controlarse en mayor medida las necesidades de liquidez de la empresa, de esta manera si hay excesos estos se pueden invertir para generar una rentabilidad.

4.1.3 La acción ordinaria no tiene vencimiento Al emitir acciones ordinarias no hay un plazo de vencimiento de estas, lo cual elimina a futuro la cancelación de esta por parte del emisor, de este modo la empresa puede asegurar su capital a largo plazo para la financiación de su actividad y de su expansión.

4.1.4 Disminución del riesgo de los accionistas Al emitir acciones, los accionistas mayoritarios de Procafecol disminuyen su exposición al riesgo debido a que el porcentaje de participación de estos en la empresa disminuye proporcionalmente al monto de acciones emitidas. Sin embargo esto podría convertirse en una desventaja debido a que al diluirse la participación de los actuales accionistas, estos podrían tener un estímulo para vender sus acciones por las buenas condiciones de negociación de estas en el mercado.

4.2 DESVENTAJAS

4.2.1 Pérdida del control total de la organización A pesar de que el hecho de emitir acciones tiene muchas ventajas como las mencionadas anteriormente y esto puede ser muy positivo para organizaciones como Procafecol; las distintas organizaciones tienen que tener en cuenta que en el momento que deciden sacar al mercado parte de la empresa (emitir acciones) puede llegar a perder el control sobre esta. Esto, ya que en primer lugar los nuevos propietarios es decir los nuevos accionistas deben estar informados de las distintas decisiones de la organización porque estas se verán reflejadas en los dividendos que recibirán. De igual manera estos nuevos propietarios tiene derecho a participar en la asamblea general de accionistas y votar en ella de tal manera que pueden influir en la decisiones de esta. En segundo lugar, cualquier accionista puede por derecho propio participar en la elección de la junta directiva y revisor fiscal de tal manera que puede, por medio de su voto, imponer una nueva persona, capaz de opinar e implementar políticas distintas a las acostumbradas por los antiguos y únicos dueños de la organización.

En tercer lugar, los distintos accionistas pueden juntarse y hacer propuestas directas a la junta directiva de tal manera que se convierten en actores influyentes y con opinión dentro de la organización. En cuarto, y último lugar, los primeros accionistas o miembros fundadores de la organización deben tener en cuenta que la decisiones ya no solo dependerán de ellos si no también muchas otras personas (que por derecho también son dueños de la compañía) y, por lo tanto sus decisiones deben ser informadas y en algunas casos aprobadas por la asamblea general de accionistas perdiendo de alguna manera el control absoluto que antes tenían por ser los únicos dueños de la organización.

4.2.2 Altos costos de la emisión Otra desventaja que debe tener en cuenta cualquier empresa y en este caso Procafecol en el momento de emitir acciones ordinarias al público (listarlas en bolsa) son los costos en los cuales debe incurrir; por tal motivo es de vital importancia explicarlos a continuación.

4.2.3 Costos directos de la emisión En el momento que la organización decida emitir acciones en la bolsa de valores de Colombia debe incurrir en distintos costos directos tales como la administración de la emisión la cual se puede realizar por medio de dos tipos de alternativas como los son el contrato de underwriting el cual se divide en dos modalidades: Al mejor esfuerzo (el agente colocador hace su mejor esfuerzo para poder colocar o vender todas las acciones que se emitirán) y colocación en firme (donde el agente colocador adquiere toda la emisión y se compromete a colocarla en su totalidad en un determinado tiempo). La otra alternativa para gestionar la administración de la colocación es la emisión directa, que se basa en que la organización que quiere emitir las acciones no acude a ninguna agencia capaz de hacer la emisión y emite sus acciones directamente al público sin ningún tipo de intermediario.

Otros costos directos en los cuales debe incurrir la organización en el momento de emitir las acciones son los costos relacionados con la banca de inversión mas específicamente los “gastos de reconocimiento, la comisión de descuento, los gastos varios, cargos legales, de contabilidad y auditoria, la impresión de documentos y el tiempo y esfuerzo de los directivos”²⁸.

Sin embargo, estos no son lo únicos gastos en los cuales debe incurrir una empresa en momento de emitir acciones por otro lado debe tener en cuenta los

²⁸SÁNCHEZ. Luis Javier. Los Costos y Beneficios de Emitir Acciones por Primera Vez al Público Según la Teoría de la Firma – El Caso de Isa: Acciones Para Todos. Bogota. Universidad de los Andes. 2000. p.7. : Disponible en Internet: http://columbus.uniandes.edu.co:5050/dspace/bitstream/1992/146/1/mi_870.pdf: Recuperado 3 de Septiembre de 2009.

derechos de inscripción de valores en el Registro Nacional de Valores y Emisores, derechos de inscripción en la Bolsa de Valores de Colombia, la contratación de cualquier firma que esté en la capacidad de calificar la emisión y el pago de un depósito de valores como DECEVAL para la custodia y administración de los títulos valores.

Finalmente, los últimos costos directos que debe tener en cuenta la organización son los costos de colocación, cobrados por el intermediario financiero y por otro lado, el pago a la empresa encargada de realizar la publicidad de la emisión de tal manera que el público objetivo al cual se quiera llegar se informe y por consiguiente se interese en comprar las acciones que saldrán a la venta.

4.2.4 Costo de subvaloración o sobrevaloración Otro costo en el cual puede incurrir la organización es la subvaloración o sobrevaloración de la acción en el momento de la emisión del título o en el transcurso del tiempo que esta se encuentre en bolsa. Esto se ve principalmente por la expectativa positiva o negativa que se puede generar en el inversionista, tanto por la publicidad de la emisión o porque en muchas ocasiones los banqueros de inversión tienden a manejar la información de tal manera que la colocación les de el resultado que ellos estén esperando. Lo dicho anteriormente puede perjudicar a cualquier organización ya que aunque las organizaciones deben manejarse por el principio de la buena fe, gracias a estos juegos de expectativas la empresa puede terminar siendo valorada por un precio menor de lo que realmente vale. De tal manera que no solo esta pueda perder dinero si no también credibilidad frente a sus clientes y proveedores, entre otros.

4.2.5 Aumento de los impuestos Es importante tener en cuenta que no necesariamente por la colocación de acciones puede aumentar la carga impositiva

de la compañía; esto depende de la “diferencia presentada entre el valor en libros y el precio de mercado de los activos”²⁹. Sin embargo en algunas ocasiones si llegan a ser un costo mayor para la organización y por consiguiente, otra desventaja en el momento de tomar la decisión de emitir acciones.

²⁹ SÁNCHEZ. Luis Javier. Los Costos y Beneficios de Emitir Acciones por Primera Vez al Público Según la Teoría de la Firma – El Caso de Isa: Acciones Para Todos. Bogota. Universidad de los Andes. 2000. p.10. : Disponible en Internet: http://columbus.uniandes.edu.co:5050/dspace/bitstream/1992/146/1/mi_870.pdf: Recuperado 3 de Septiembre de 2009.

5. ANÁLISIS Y DESARROLLO DE LA VALORACIÓN DE PROCAFECOL POR LOS MÉTODOS PROPUESTOS

En este capítulo se hará el análisis financiero de Procafécol desde el año 2005 hasta el año 2008, para realizar un diagnóstico sobre la situación financiera de la empresa, teniendo en cuenta los distintos factores asociados a la operación de ésta. Posteriormente, se realizará una explicación de las proyecciones realizadas con sus respectivos supuestos para generar el valor de la empresa proyectado por medio del modelo de Flujo de Caja Descontado. Finalmente se comparará la empresa por medio de la valoración por múltiplos de ventas y de valor de la firma, con respecto a la compañía internacional Starbucks, considerada la “mejor de la industria”³⁰.

5.1 SITUACIÓN ACTUAL DE PROCAFECOL

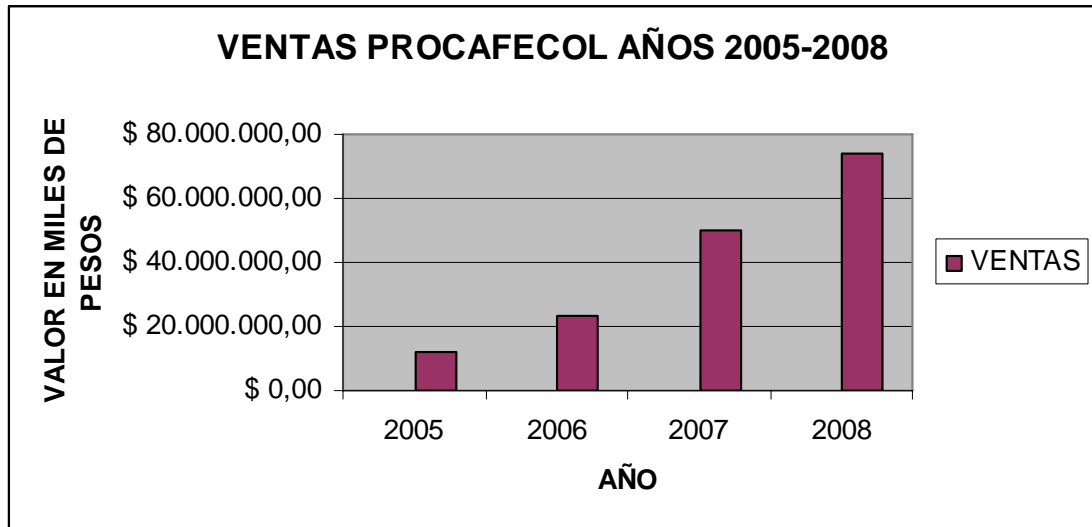
Para realizar el análisis de la situación actual de la compañía, se tendrán en cuenta las ventas, costos, gastos, cuentas por cobrar, inventarios, el pasivo corriente, la apertura de tiendas y algunas razones financieras desde el año 2005.

5.1.1 Ventas Procafécol desde el año 2005 ha venido aumentando sus ventas debido a la apertura de tiendas que ha realizado tanto nacional como internacionalmente y al reconocimiento de la marca por parte del consumidor³¹. Como se muestra a continuación:

³⁰ “Qs Magazine” Disponible en Internet: <http://www.qsrmagazine.com/articles/news/story.phtml?id=8768>: Recuperado 7 de Noviembre de 2009.

³¹ “Juan Valdez en Primer Salón de la Fama de Iberoamérica”: Disponible en Internet: <http://juanvaldezcafe.com/procafeol/noticias/noticia12.asp>: Recuperado 1 de Noviembre de 2009.

Figura 13: Ventas Procafecol



Fuente: Estado de Resultados Procafecol. Elaboración Propia.

De esta forma se observa cómo las ventas han tenido un crecimiento constante desde el año 2005 en promedio de 45%, notando que el mayor incremento en ventas fue del año 2006 al año 2007 cuando aumentaron 52,6%.

En el año 2008 Procafecol obtuvo un volumen de ventas de 73 mil millones de pesos. Este incremento en diferentes líneas de producto (Ropa, Accesorios, Bebidas).

5.1.2 Costos y gastos operacionales Anteriormente se mostró el crecimiento de las ventas, pero un factor relacionado directamente con la situación de la empresa son los costos de venta y gastos operacionales asociados, los cuales serán mostrados y analizados a continuación.

Figura 14: Costos y gastos operacionales Procafecol.



Fuente: Estado de Resultados Procafecol. Elaboración Propia.

Los costos y gastos operacionales, han crecido notablemente por el aumento de la operación de Procafecol. Estos se pueden discriminar de la siguiente manera:

Cuadro 1: Discriminación Costos Y Gastos Operacionales Procafecol.

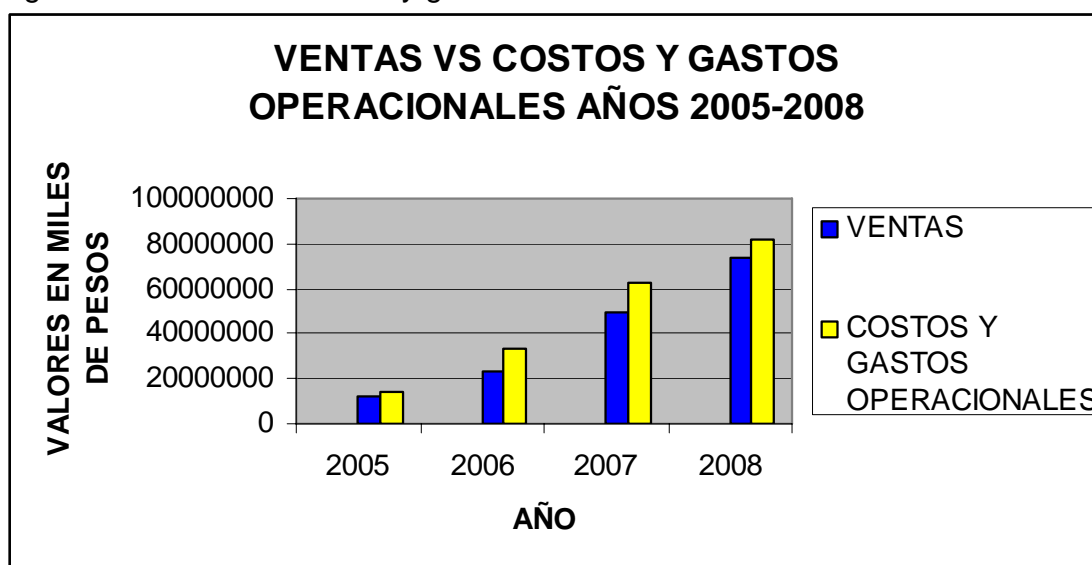
	2005	2006	2007	2008
Costos De Venta Y Prestación De Servicios	41%	34%	38%	41%
Gastos Operacionales De Administración	16%	31%	23%	17%
Gastos Operacionales De Ventas	43%	35%	39%	42%

Fuente: Estado de Resultados Procafecol. Elaboración Propia

Es así como los gastos operacionales de ventas durante el periodo 2005-2008 han sido siempre mayores que los costos de ventas y de prestación de servicios, mostrando así que el gasto de la empresa en la operación de las tiendas es uno de los rubros mas costosos de Procafecol.

De esta manera, los costos operacionales en la empresa durante el periodo 2005-2008 superaron en todos los periodos sus ingresos operacionales, debido a los costos y gastos operacionales explicados y discriminados anteriormente. Lo que genera una insostenibilidad de la operación, lo cual se compara a continuación.

Figura 15: Ventas VS costos y gastos Procafecol.



Fuente: Estado de Resultados Procafecol. Elaboración Propia.

Por medio de esta gráfica, es posible corroborar lo dicho anteriormente, en donde las ventas durante todos los periodos analizados fueron inferiores a los costos y gastos operacionales, lo cual porcentualmente es mostrado a continuación.

Cuadro 2: Relación Entre Ingresos Operacionales-Costos Y Gastos Operacionales

AÑO	2005	2006	2007	2008
INGRESOS OPERACIONALES	\$ 11.829.810,00	\$ 23.512.506,00	\$ 49.686.412,00	\$ 73.973.564,00
COSTOS Y GASTOS OPERACIONALES	\$ 14.229.534,00	\$ 33.043.540,00	\$ 62.779.850,00	\$ 81.432.100,00
COSTOS Y GASTOS OPERACIONALES / INGRESOS OPERACIONALES	20,29%	40,54%	26,35%	10,08%

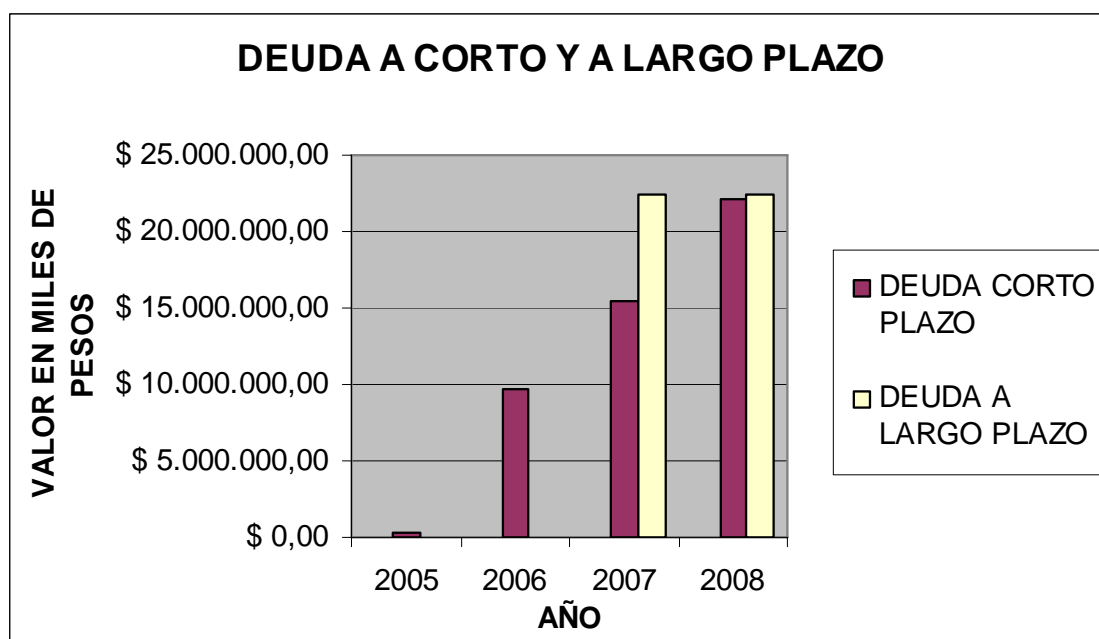
Fuente: Estado de Resultados Procafecol. Elaboración Propia.

Con base en lo anterior se puede determinar, que los ingresos operacionales de Procafecol no son suficientes para cubrir sus costos y gastos operacionales, lo

que genera una pérdida durante todos los periodos analizados. Es así como en el año 2006 la compañía excedió en 40,5% sus ingresos por el desarrollo de la operación, siendo el año con mayor déficit. Sin embargo durante los años 2007 y 2008 disminuye notablemente su déficit, siendo en el último año 10% por encima de sus ingresos operacionales.

5.1.3 Deuda Procafecol, debido a sus planes de expansión ha tenido un alto grado de endeudamiento en el periodo 2005-2008, como se muestra en la siguiente gráfica.

Figura 16: Deuda a corto y largo plazo Procafecol.



Fuente: Balance Procafecol. Elaboración Propia.

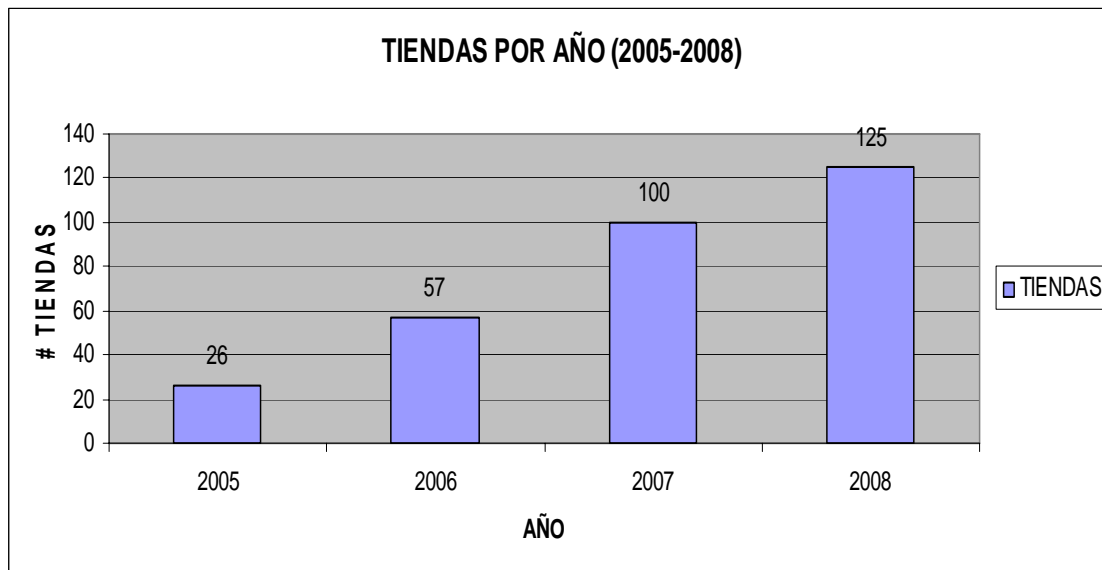
La deuda hacia el año 2005 con respecto a los ingresos operacionales corresponde al 3% de estos, pero aumentan significativamente hacia 2006 con respecto al año anterior, 38.79%, y hacia el año 2007 un 35.03% siendo este año 76.38% de los ingresos operacionales. Sin embargo hacia el año 2008, la deuda se redujo 16.11% con respecto a sus ingresos operacionales, ubicándose en un

60.27% de estos lo cual implica una carga financiera alta que no se sustenta con el resultado en ventas después de cubrir los costos.

Es importante recalcar que durante el periodo 2005-2008 los ingresos operacionales de Procafécol no lograron cumplir sus costos y gastos operacionales a lo cual hay que sumarle el alto grado de apalancamiento financiero de la empresa. Hacia el último periodo; si la empresa quisiera pagar su deuda financiera por completo, 60.27% de sus ingresos operacionales debería ser tomado para este fin.

5.1.4 Apertura de tiendas De acuerdo con la estrategia de expansión de Procafécol, la apertura de tiendas ha aumentado notablemente como se muestra a continuación.

Figura 17: Tiendas Procafécol por año.



Fuente: Informe Gestión 2008³². Elaboración Propia.

³²“Informe de Gestión Procafécol -Año 2008-” Disponible en Internet: <http://juanvaldezcafe.com/procafeol/accionistas/archivos/1.Información%20Financiera/2008/Informe%20de%20Gestion%202008.pdf>: Recuperado 28 de Agosto de 2009.

Es por esta razón que los ingresos operacionales, los costos y gastos y la deuda han aumentado sustancialmente como se mostró anteriormente, pero esta apertura de nuevas tiendas todavía no ha alcanzado su punto de equilibrio, por lo cual la compañía ha generado pérdidas sustanciales, además de un alto nivel de apalancamiento financiero por la falta de capital propio para cumplir con sus planes de expansión.

5.1.5 Razones financieras Procafecol año 2008 Como complemento a la valoración de empresas es indispensable conocer la situación financiera de la compañía a valorar, de esta manera otra aproximación a la empresa es el cálculo de las razones financieras para determinar nivel de apalancamiento, aprovechamiento de los activos, punto de equilibrio, entre otros. A continuación se determinaran las razones financieras más representativas de Procafecol.

5.1.5.1 Razón corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente) = 1.18 Este indicador está mostrando que, en el corto plazo, por cada peso que la compañía debe, tiene 1,18 pesos para responder por estas obligaciones, mostrando así la capacidad de reacción suficiente que tiene la compañía frente a sus obligaciones financieras.

5.1.5.2 Prueba acida (Activo Corriente - Inventarios) / Pasivo Corriente = 0.95 Este indicador, muestra la capacidad de la empresa para responder en caso de ser liquidada por sus obligaciones financieras, de esta manera por cada peso que la compañía debe, tiene 95 centavos para responder, lo que nos muestra que parte considerable del capital de la empresa se encuentra sustentada en inventarios, de tal manera que al descontar este rubro la empresa se ve en incapacidad de pago de sus obligaciones financieras.

5.1.5.3 ROA (Utilidad Neta / Activos) = -0.07% Procafecol tiene un ROA negativo, lo cual implica que la compañía no ha llegado al punto de equilibrio, esto debido a que su utilidad neta es negativa, ya que todavía no son rentables sus activos por la fase de desarrollo en donde se encuentra la compañía, lo cual puede ser natural para una compañía en una fase temprana de crecimiento.

5.1.5.4 ROE (Utilidad Neta / Patrimonio) = -0.12% La compañía debido a su utilidad neta negativa, todavía no está generando rendimientos sobre el patrimonio, lo cual implica que para los accionista se esta destruyendo el valor de su inversión ya que del 100% invertido pierden 0,12%.

5.1.5.5 Endeudamiento (Pasivo / Activo) = 0.44 Este indicador muestra la proporción en que los acreedores participan en el endeudamiento de la compañía, de esta manera aunque la compañía todavía está generando pérdidas por el desarrollo de su ejercicio, esto se da debido a los planes de expansión en donde todavía los activos no están retornando sobre la inversión y retornan solo 0.44 pesos por cada peso de deuda.

5.1.5.6 Leverage total (Pasivo / Patrimonio) = 0.78 El leverage total, muestra hasta que punto está comprometido el patrimonio de los propietarios de la empresa con respecto a sus acreedores, esto nos muestra que la compañía debe un porcentaje elevado de su capital de trabajo a otras entidades, por lo tanto la mayoría del patrimonio de los accionistas se encuentra comprometido financieramente.

5.1.5.7 Leverage corto plazo (Pasivo Corriente / Patrimonio) = 0.47 En el corto plazo la compañía tiene comprometido una gran cantidad de su capital de trabajo en pagar sus obligaciones financieras, lo que implica que si no tiene los recursos para responder por estas obligaciones, la compañía puede ver comprometida su operación.

5.1.5.8 Margen neto (Utilidad Neta / Ventas) = -0.12% La compañía a través de su negocio, todavía no encuentra un punto de equilibrio en donde pueda responder por sus inversiones, debido a los altos costos y a las altas inversiones por su plan expansionista.

5.1.5.9 Margen Bruto (Utilidad Bruta / Ventas) = 0.54 Por cada peso que la compañía está generando, se produce 54% para responder por los gastos operacionales y no operacionales asociados a la operación de la compañía.

5.1.6 Análisis razones financieras Procafecol es una compañía que se encuentra inmersa en un plan expansivo (Aumento en carga financiera y gastos no operacionales) de grandes proporciones, apalancada en gran parte por obligaciones financieras, esto ha generado que la compañía no haya llegado al punto de equilibrio debido a que su deuda supera sus ingresos por la operación (ROA y ROE negativos); sin embargo las razones financieras (Prueba Acida, Razón Corriente, Leverage Total y Leverage a Corto Plazo) muestran que por su operación en el año 2008 esta compañía está llegando al punto de equilibrio debido a que sus ingresos casi en su totalidad responden por las obligaciones financieras, aunque gran parte de sus activos y patrimonio están comprometidos en este plan de expansión.

De esta manera, por la experiencia en el sector de las bebidas de café, Procafecol genera utilidad sobre su operación (Margen Bruto), sin embargo el efecto financiero genera una pérdida neta (Margen Neto) al igual que los gastos no operacionales. Esto se da debido a que la empresa no posee capital de trabajo propio para el desarrollo de los planes de expansión (Apertura y adecuación de nuevas sedes), el cual podría ser generado mediante el reemplazo de la deuda financiera por capital propio a través de la emisión de acciones al público.

5.2 VALORACIÓN POR EL MODELO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO

Después de tener una aproximación a la situación financiera de Procafecol, y teniendo en cuenta sus utilidades negativas, a continuación se hará la explicación detallada de cómo se valoró la empresa y bajo que supuestos se proyectó los estados financieros de la organización para finalmente determinar el valor en pesos de Procafecol descontando los flujos proyectados en cinco años de esta.

5.2.1 Supuestos

5.2.1.1 Crecimiento real Para el cálculo de este supuesto fue necesario realizar la proyección de cuatro indicadores de Procafecol, los cuales serán explicados a continuación.

- **Apertura de Tiendas:** Debido a que Procafecol se encuentra en fase de expansión pero no hay datos concretos sobre el número de tiendas que abrirá durante el periodo 2009-2011, se supone que seguirá abriendo tiendas al mismo ritmo que lo ha venido haciendo, para lo cual se promedió la apertura de tiendas durante el periodo 2005-2008 dando un ratio de apertura anual de 39%.
- **Ingresos Operacionales por Tienda:** Posterior a la proyección de apertura de tiendas, se proyectaron los ingresos operacionales por cada tienda abierta entre el periodo 2005-2008, de este modo a partir del año 2009, se normalizaron los ingresos operacionales por tienda al proyectarlos a la tasa de crecimiento de ingresos operacionales de una compañía comparable como lo es OMA³³, la cual es de 15.82%.

³³ OMA es un grupo de sociedades anónimas, dedicadas principalmente al negocio del café en Colombia.

- Ingresos Operacionales: A partir de la proyección de la apertura de tiendas y los ingresos operacionales por tienda proyectados, se determinaron los ingresos operacionales proyectados de Procafecol multiplicando los dos valores anteriormente explicados.
- Crecimiento Real: Esta tasa calculada para poder proyectar los ingresos operacionales se determinó por medio del porcentaje de crecimiento de los ingresos operacionales proyectados explicados anteriormente y posteriormente se promedió el crecimiento de estos entre los años 2008-2011.

Este cálculo será explicado numéricamente por medio del siguiente cuadro:

Cuadro 3: Promedio De Crecimiento Real De Ingresos Operacionales

Año	Ingresos Operacionales	No. de tiendas	Ingresos Operacionales x Tienda
2005	\$ 11.829.810,00	26	\$ 454.992,69
2006	\$ 23.512.506,00	57	\$ 412.500,11
2007	\$ 49.686.412,00	100	\$ 496.864,12
2008	\$ 73.973.564,00	125	\$ 591.788,51
2009	\$ 119.200.119,40	174	\$ 685.409,45
2010	\$ 192.077.651,76	242	\$ 793.841,23
2011	\$ 309.511.638,85	337	\$ 919.426,91
Promedio Crecimiento Real Ingresos Operacionales			37,94%

Fuente: Estado de Resultados Procafecol y OMA. Elaboración Propia.

Sin embargo, para los años 2012 y 2013, se determinó una tasa de crecimiento del 2%, suponiendo que la empresa ya se ha estabilizado, todo esto debido a que no se considera razonable que a perpetuidad la empresa mantenga la tasa de crecimiento del 37,94% a perpetuidad.

5.2.1.2 Inflación Para determinar la inflación se tomó la meta de inflación del Banco de la Republica de Colombia, la cual está entre el 4.5% - 5.5%³⁴, y se determinó el 4.5% para el año 2009 y los periodos posteriores. Este valor se usó

³⁴ “Inflación esperada” Disponible en Internet: http://www.banrep.gov.co/series-estadisticas/see_precios.htm: Recuperado Noviembre 2 de 2009.

para determinar el retorno de la inversión, la tasa nominal libre de riesgo y el costo nominal del capital, usados en la determinación del WACC³⁵.

5.2.1.3 Costos de venta y prestación de servicios Para determinar el crecimiento de esta cuenta del balance, se determinó cuanto crecían los ingresos operacionales con respecto al crecimiento de OMA, para poder normalizar esta cuenta en la proyección al igual que se hizo con los ingresos operacionales proyectados. Es así como el crecimiento de los costos para el periodo 2009-2013, sería del 41%.

5.2.1.4 Capital de trabajo Para determinar el crecimiento de las cuentas del capital de trabajo (Disponible, Clientes, Deudores a Corto Plazo, Inventarios, Diferidos, Proveedores, Otras Obligaciones a Corto Plazo), se determinó el crecimiento de éstas para cada año del periodo 2005-2008, posteriormente para el año 2009 se promedió este crecimiento. Finalmente para los años 2010-2012, se proyectó este crecimiento y el año 2013 se considera un valor terminal de estos crecimientos igualándolos al año anterior.

5.2.1.5 Propiedad planta y equipo (PPE) Para determinar las proyecciones de estas cuentas, se asume que la vida de los activos desde el año 2009 es de 10 años, debido a la falta de información para determinar en qué porcentaje está compuesta la propiedad planta y equipo, de este modo se asumió que el retorno real de la propiedad planta y equipo será al menos del 50%. Posteriormente se determinó el factor real bruto de la PPE, al descontar la vida de los activos a la tasa de crecimiento real determinada anteriormente. De igual manera se determinó el factor nominal bruto de la PPE, al descontar la vida de ésta a la tasa de retorno de la inversión determinada con la inflación y el crecimiento real.

³⁵ Término en Inglés referente al costo promedio ponderado del capital.

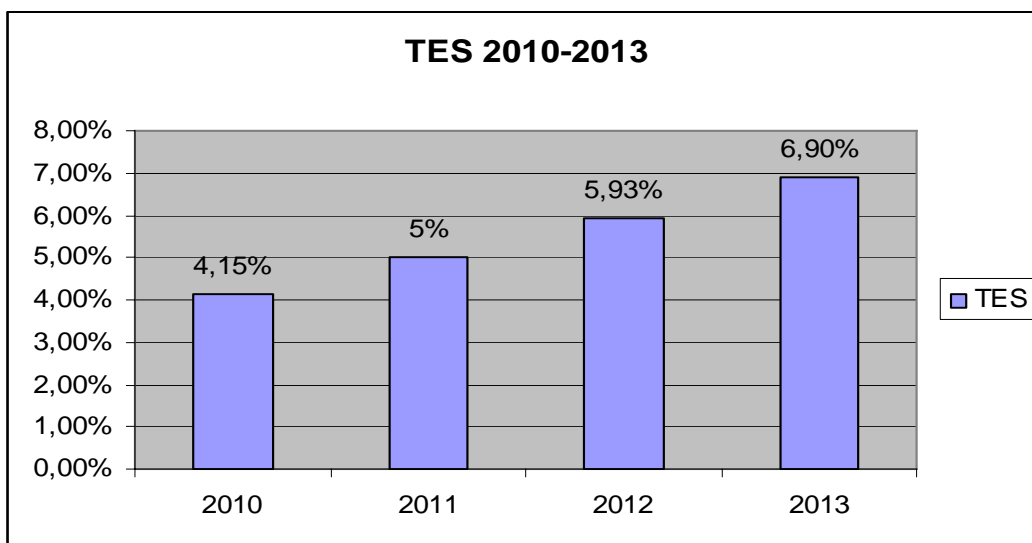
Por otro lado se determinó el retorno real del crecimiento de la PPE aumentándolo a la tasa de retorno real de la PPE, para determinar el crecimiento de la PPE en el futuro teniendo en cuenta los ingresos operacionales, todo esto descontándolo al valor presente de cada año y para el último año asumiendo el valor terminal; además se determinó la fracción de la depreciación acumulada sobre el retorno de la PPE, para posteriormente determinar el porcentaje neto de depreciación de la PPE por cada año y así proyectar la depreciación acumulada de los activos a depreciar por año. Finalmente se determinó el porcentaje de activos totalmente depreciados por año, para proyectar la depreciación acumulada sin tener en cuenta estos activos jubilados.

5.2.1.6 Impuestos Para los impuestos se supuso la tasa impositiva se mantendrá desde el 2009 hasta el 2013 en el nivel de 33%, teniendo una vida de impuestos la PPE, de 10 años como se tomó en el factor de depreciación, esto para poder proyectar los impuestos y gravámenes de la compañía hasta el año 2013.

5.2.1.7 Tasas de descuento

- Tasa Libre de Riesgo: Para determinar el valor de la tasa libre de riesgo, se promedió la tasa de los TES colombianos para los 5 años proyectados, dando como resultado una tasa de 5.5% teniendo en cuenta que la tasa del 2009 no fue relacionada debido al vencimiento de estos títulos en el mercado.

Figura 18: Tasas de negociación de los TES



Fuente: Elaboración Propia. Datos Grupo Aval³⁶.

- Costo Real del Capital: Este valor se determinó teniendo en cuenta que Procafecol es una empresa que tiene la mayoría de sus tiendas en Colombia, con el mayor ingreso por ventas en este país, por esto se determinó que se financia a una tasa del DTF (4.35%)³⁷ sumándole 600 puntos básicos; dando así una tasa de 10.35%.

5.2.1.8 Relación patrimonio deuda Debido a la falta de información exacta sobre el componente de la deuda de Procafecol y la situación actual de la misma, se determinó una relación patrimonio deuda del 85%, como un escenario sostenible para la empresa en cinco años al financiarse 85% con capital propio y 15% con deuda.

³⁶ “Cierres TES Noviembre 2 de 2009”: Disponible en Internet: http://www.grupoaval.com/portal/page?_pageid=33,115460184&_dad=portal&_schema=PORTAL: Recuperado 2 de Noviembre de 2009.

³⁷ “DTF mes de Noviembre”: http://www.grupoaval.com/portal/page?_pageid=33,115460184&_dad=portal&_schema=PORTAL: Recuperado 2 de Noviembre de 2009.

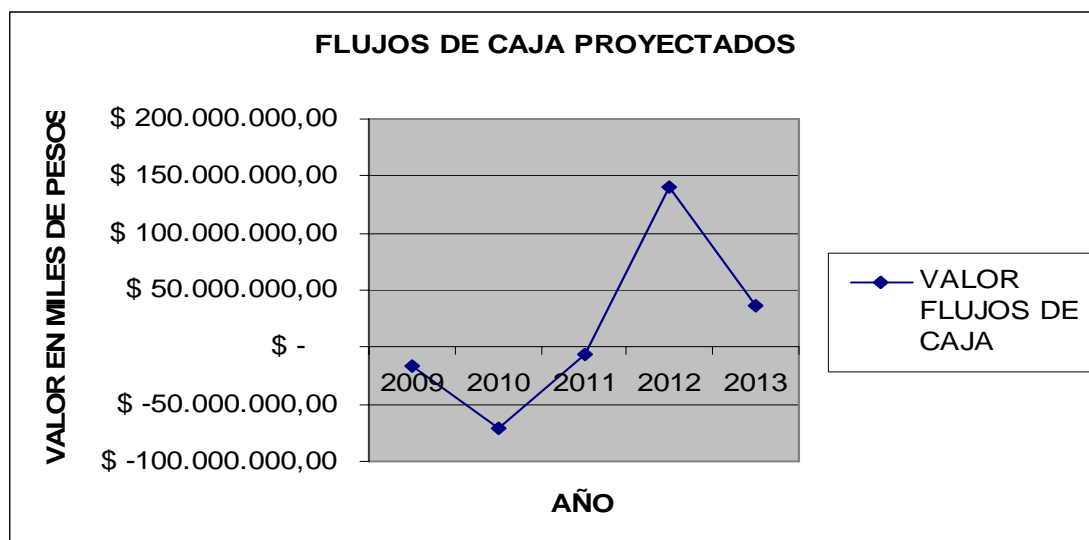
5.2.2 Flujo de caja descontado A partir de los supuestos anteriormente explicados, se desarrolló la proyección de los estados financieros (Balance General y Estado de Resultados) para poder determinar el flujo de caja libre y financiero de la compañía.

A continuación se empezó a desarrollar el modelo de valoración, determinando deuda a corto y a largo plazo; flujo de caja libre proyectado; WACC; flujo de caja libre descontado a valor presente; valor terminal; valor de la empresa. Los cuales se determinaron de la siguiente manera:

- Deuda: Deuda a corto plazo del año anterior + Deuda a largo plazo del año anterior.
- Flujo de Caja Libre Proyectado: Resultado del flujo de caja libre proyectado a partir de los estados financieros proyectados.
- WACC: Se determinó mediante la tasa nominal libre de riesgo y la tasa nominal del costo real de capital³⁸, y la relación patrimonio deuda explicada anteriormente, sin tener en cuenta el KPS, debido a la falta de información acerca de los dividendos repartidos por las acciones preferenciales de Procafecol por lo cual el valor de este fue de 14.02%.
- Flujo de Caja Libre Descontado a Valor Presente: Este valor se determinó mediante el valor presente del flujo de caja libre de cada año proyectado, descontado a la tasa de descuento WACC.
- Valor Terminal: Este valor se determinó mediante la formula de Gordon la cual proyecta el crecimiento constante a perpetuidad del flujo de caja libre del último año, dividiendo al WACC menos el crecimiento perpetuo.

³⁸ Tasa Nominal: $(1+Tasa)*(1+Inflación)-1$

Figura 19: Flujos de caja proyectados de Procafecol.



Fuente: Proyecciones de los estados financieros. Elaboración Propia.

Esta gráfica muestra, mediante las proyecciones, cómo Procafecol pasaría de tener un flujo de caja negativo a tener capital para poder cumplir con todas sus obligaciones, sin la necesidad de la búsqueda de financiamiento para suplir su déficit, manteniendo este nivel de expansión. Es importante tener en cuenta que la empresa arroja resultados positivos y un aumento en su valor debido a que se implementó el supuesto donde en los cinco años proyectados esta se financiera con 85% de capital propio y 15% de deuda. Sin embargo, teniendo en cuenta estos supuestos positivos, la empresa genera utilidades negativas, por lo cual es indispensable aumentar en mayor nivel sus ventas y disminuir radicalmente sus costos y gastos operacionales o de lo contrario no generará utilidades para los accionistas.

5.2.3 Valor de la empresa Después de realizar el modelo e igualar la ecuación patrimonial para los años proyectados y después de descontar a valor presente los valores computados de capital descontado las utilidades del año 2008, el valor de

la compañía es de \$365.578.040.998,31 mostrando la generación de valor por medio del aumento de sus activos, financiando esta operación por medio de capital propio, pero de igual forma no es posible mantener este negocio sin reinventar su estructura operativa y financiera.

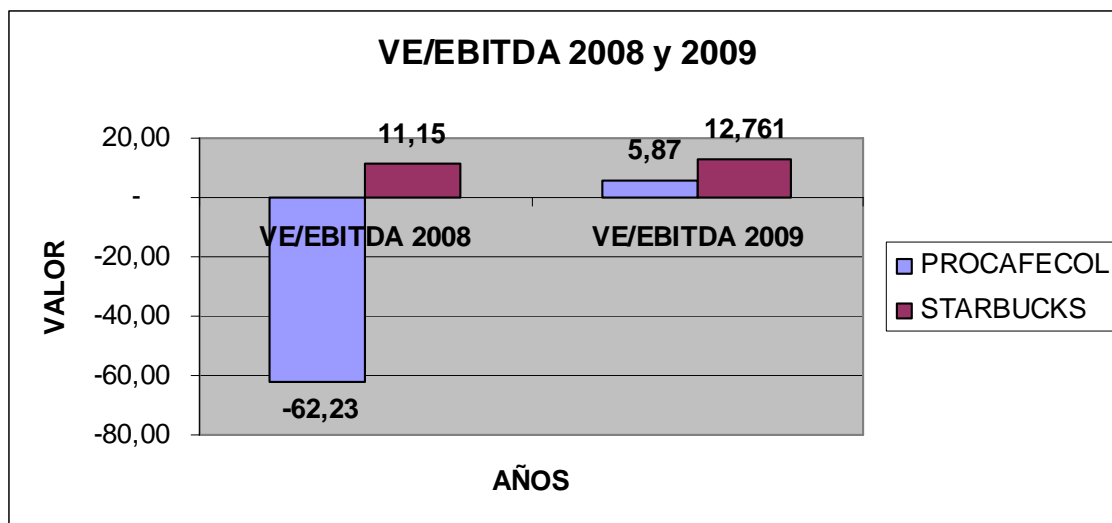
5.3 VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS

Para el desarrollo de la comparación de la empresa por los dos métodos de múltiplos propuestos, se tomaron los valores para el año 2008 y para el año 2009 de Procafecol y Starbucks Corporation, esto debido a que el valor de mercado de Procafecol, se determinó a partir del valor calculado por la valoración por medio de flujo descontado, en la cual se determinaron unos supuestos para poder normalizar los ingresos, lo que genera diferencias sustanciales entre el año 2008 que es real y genera ingresos negativos y el año 2009 el cual es proyectado para eliminar estas cuentas negativas.

5.3.1 Múltiplo de la empresa/EBITDA Este múltiplo determina, cuantas veces los ingresos son el valor de la empresa, lo cual indica la capacidad de creación de valor de la empresa con respecto a sus ingresos sin descontar impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

Mediante la comparación de este múltiplo con una compañía líder que compite en la misma industria se puede inferir en que situación se encuentra la organización. A continuación se detallan estos valores comparados:

Figura 20: Múltiplo de valor de la empresa Procafecol y Starbucks 2008 y 2009.



Fuente: Estados Financieros Procafecol y <http://finance.yahoo.com>. Elaboración Propia.

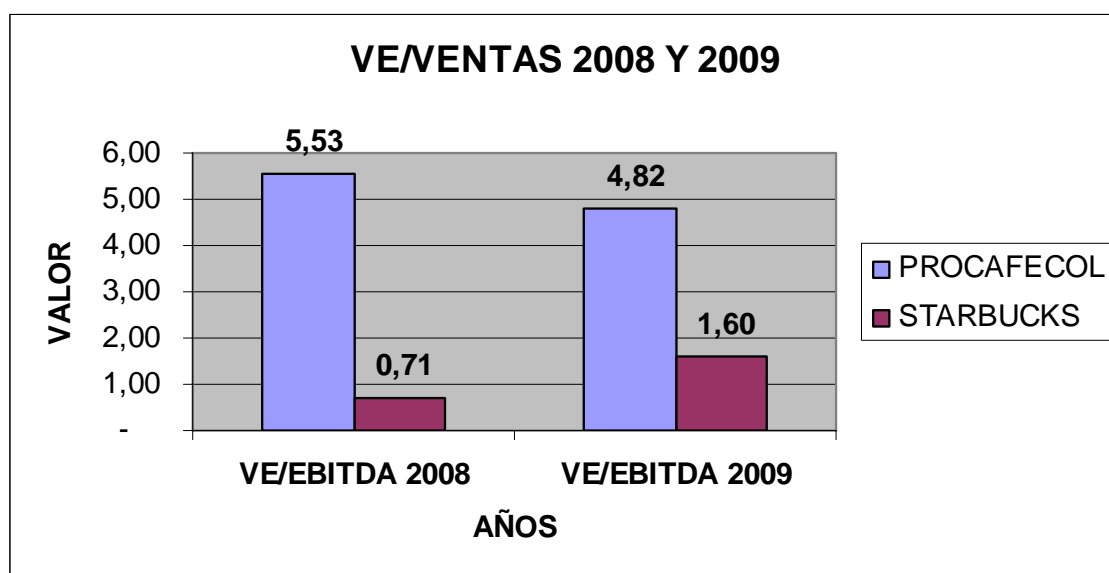
A partir de esta gráfica, es posible notar que en el año 2008 el VE/EBITDA de Procafecol es negativo, esto debido a que sus ingresos operacionales no alcanzan a cubrir sus costos operacionales, por lo cual la compañía en este momento se encuentra perdiendo valor. Por otro lado es posible notar como Starbucks para este año se encuentra creando valor debido a que sus ingresos cubren sus egresos por lo cual la empresa vale 11,15 veces estos ingresos.

Sin embargo al tomar los valores proyectados para el año 2008, del modelo de flujo de caja descontado explicado anteriormente, los ingresos y los costos se normalizaron al tomar las tasas de crecimiento de OMA, por lo cual Procafecol para el año 2009 no genera ingresos negativos, y sus costos son menores a estos ingresos dando así un valor viable para la sostenibilidad de la organización y la comparación por medio de este modelo con otra compañía del sector.

De esta manera después de los supuestos realizados, el valor de mercado de Procafécol será 5,87 veces sus ingresos, comparándolo con Starbucks que vale 12,76 veces sus ingresos, notando la mejora contundente que tendría Procafécol reinventando el modelo actual con el que trabaja, acercándose así a la mejor empresa de la industria.

5.3.2 Múltiplo de las ventas (Valor de Mercado / Ventas) El múltiplo de ventas, determina sobre el valor de la empresa, cuánto valen las ventas, es decir muestra cuan eficiente es una organización en su operación con respecto a su valor. De esta manera se determinaron estos valores para los años 2008 y 2009 debido a la situación negativa en la que Procafécol se encuentra en este momento y como después de normalizar los ingresos esta genera valor, lo cual se demuestra a continuación:

Figura 21: Múltiplo de ventas Procafécol y Starbucks 2008 y 2009.



Fuente: Estados Financieros Procafécol y <http://finance.yahoo.com>. Elaboración Propia.

La gráfica anterior, muestra como Procafecol para el año 2008 necesita vender 5,53 veces la misma cuantía para lograr que el valor de la empresa se base en las ventas, lo cual demuestra la subutilización de su valor, comparado con el mejor de la industria que necesita vender 0,71 veces mas para igualar el valor de la empresa, demostrando como Starbucks es mucho mas eficiente dentro del mercado.

Por otro lado para el año 2009, el múltiplo de ventas de Procafecol fue menor llegando a 4,82. Sin embargo es indispensable aclarar que todavía no es una compañía eficiente y a pesar de proyectar sus ventas a la tasa de crecimiento de una empresa del sector, no logra generar el valor que Starbucks genera por sus ventas el cual para el segundo trimestre de 2009 había vendido un 95% de las ventas del año 2008.

Es importante aclarar que este múltiplo se basa en principio en la capitalización bursátil por lo cual el valor tomado para Procafecol fue el del flujo de caja descontado debido a que esta empresa actualmente no cotiza en la Bolsa de Valores; por otro lado el año 2008 debido a la crisis, afecto notablemente la capitalización bursátil de Starbucks y esta se disminuyo sustancialmente, lo que genero un múltiplo mucho menor.

5.4 VALOR DE LA ACCIÓN DE PROCAFECOL

Para finalizar este capítulo se calculó el valor al cual podría ser emitida una acción ordinaria de Procafecol, basándose en el valor de la empresa hallado por medio del modelo de flujo de caja descontado, el cual supone la empresa se financiara 85% con capital propio por lo que se emitiría capital por la suma de \$310.741.334.845,57; además se supone se emitirán ciento cincuenta millones de acciones más para capitalizar la empresa.

De esta manera el valor de cada una de las acciones basándose en lo anteriormente dicho será de: \$2.071,6 pesos.

6. CONCLUSIONES

- Los modelos propuestos (Flujo de Caja Descontado; Múltiplos) para el desarrollo de este trabajo, no consideran el valor de la marca de Procafécol, por lo cual es factible no se calcule el valor real de la empresa.
- El modelo de valoración por múltiplos es útil para comparar compañías en la misma industria y determinar su posición en esta pero no son muy confiables para realizar una valoración cuantitativa real por las diferencias radicales de los mercados y los tamaños de las empresas.
- El momento económico actual aun no se ha recuperado completamente de la crisis económica del año 2008, por lo cual esta valoración se encuentra afectada por la pérdida de valor de las organizaciones.
- Actualmente es un momento económicamente adecuado en Colombia para la emisión primaria de acciones, esto debido a la mejora de la economía lo cual genera confianza por parte de los inversionistas en el mercado, propiciando una recuperación de valor de este y por tanto Procafécol al realizar una emisión de acciones, podría inflar su valor.
- Al emitir acciones ordinarias, los principales acreedores, la federación nacional de cafeteros y por ende el gremio caficultor tienen que estar dispuestos a perder parte del control de la organización, debido al alto

volumen de capital necesario para el desarrollo de la estrategia de expansión de Procafécol.

- La emisión de acciones generaría una ventaja para Procafécol al financiarse con capital propio durante el tiempo, ya que no castiga sus ganancias amortizando deudas, diversifica el riesgo de los accionistas, y solo hasta el momento en que genere utilidades puede distribuir dividendos.
- Al emitir acciones ordinarias Procafécol debe tener en cuenta que el precio de esta puede llegar a ser sobrevalorada o subvalorada por el mercado lo cual influiría en sus proyecciones financieras.
- La principal razón por la cual Procafécol hoy en día se encuentra en una situación financiera insostenible es por su alto grado de financiamiento que aumento significativamente durante 2006, 2007 y 2008 el cual no es soportado por los ingresos operacionales que aunque han aumentado significativamente año tras año, son superados por sus costos operacionales los cuales han aumentado en mayor medida. A esto se le suma que el alto porcentaje de apertura de tiendas, necesita gran parte de la liquidez de la empresa.
- La deuda de Procafécol durante 2006, 2007 y 2008 aumento debido a la necesidad de mantener la operación que actualmente es insostenible, debido a que no proporciona la liquidez necesaria.

- A pesar de los supuestos positivos utilizados en la valoración por medio del flujo de caja descontado, la empresa proyectada durante los próximos 5 años no genera utilidades para los acreedores.
- El valor de la empresa por medio del modelo de flujo de caja descontado es de \$365.578.040.998,31.
- Mediante la comparación por el modelo de múltiplos con Starbucks, se determino que aún normalizando los ingresos y proyectando los flujos con supuestos, Procafecol necesita reinventar su modelo administrativo para el desarrollo eficiente de la operación en el sector de las bebidas.
- El valor de emisión de la acción de Procafecol, al emitir 150 millones de títulos por un valor total de \$310.741.334.848,57 pesos es de \$2.071,6 pesos.
- Para determinar si la acción de Procafecol será emitida a un valor subvalorado o sobrevalorado, es necesario saber cuantos títulos emitirían y por qué porcentaje del capital de la empresa, para posteriormente compararlo con lo propuesto en esta investigación.

7. RECOMENDACIONES

- Procafécol actualmente es una empresa que genera pérdidas por lo cual necesita modificar su estructura para generar valor.
- Procafécol debe modificar su modelo de expansión, debido a que su situación actual no le da una base para tener un ritmo de apertura de tiendas tan alto.
- Procafécol debe reconsiderar sus políticas de costos y de financiamiento, ya que estos dos rubros son los que más impactan en sus resultados financieros.
- Procafécol debe buscar estrategias de ventas para aumentar sus ingresos operacionales y cubrir sus obligaciones.
- Procafécol debe realizar una emisión primaria de acciones ordinarias, debido a que es el momento económicamente adecuado además es la mejor forma de captar capital propio para cubrir sus obligaciones financieras y obtener un soporte económico para de esta manera poder realizar su plan de expansión.

BIBLIOGRAFÍA

CRUZ, Sergio y VILLARREAL, Julio y ROSILLO, Jorge. Finanzas corporativas. Bogota: Thomson. 2002.

DAMODARAN, Aswath. Investment valuation. New York: John Wiley & Sons, inc. 1996.

DAMODARAN, Aswath. The dark side of valuation: Valuing old tech, new tech, and new economy companies. New York: Prentice-Hall, inc. 2001.

DAMODARAN, Aswath. Investment valuation. 2. ed. New York: McGraw-Hill. 2002.

FERNANDEZ, Pablo. Valoración de Empresas. 3 ed. Barcelona. Ediciones Gestión 2000. 2004.

GRANT, James. Foundations of economics value added. 2. ed.

JAMES, Mimi y KOLLER, Timothy. Valuation in emerging markets. New York: John Wiley & Sons, inc. 2000.

JENNERGREN, Peter. A tutorial on the McKinsey model for valuation of companies. Estocolmo: Stockholm School of Economics. 2005.

SÁNCHEZ, Luis Javier. Los costos y beneficios de emitir acciones por primera vez al público según la teoría de la firma - El caso de ISA: Acciones para todos. Bogota: Universidad de los Andes. 2000.

VELEZ PAREJA, Ignacio Antonio. Decisiones de inversion: Enfocado a la valoración de empresas. Bogota: CEJA. 2001.

Banco de la República de Colombia. Disponible en Internet: <
<http://www.banrep.gov.co> >

Bolsa de Valores de Colombia S.A. Disponible en Internet. <
<http://www.bvc.com.co> >

Comisión Económica para América Latina y el Caribe. Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe. Santiago de Chile: Naciones Unidas. 2008. Disponible en Internet. <
<http://www.cepal.org/publicaciones/xml/5/34845/LCG2401e.pdf> >

Corredores y Asociados. Disponible en Internet. <
http://www.corredores.com/portal/eContent/library/Informes%5CInforme_755.PDF >

Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas. Disponible en Internet.

< http://www.dane.gov.co/files/comunicados/cp_pib_iitrim09.pdf >

FERNANDEZ. Pablo. Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables. Barcelona: IESE. 1999.

Disponible en Internet. < <http://web.iese.edu/PabloFernandez/docs/FN-0462.pdf> >

Grupo Aval. Disponible en Internet. <

http://www.grupoaval.com/portal/page?_pageid=33,115460184&_dad=portal&_schema=PORTAL >

Grupo Bancolombia. Disponible en Internet. <

<http://www.grupobancolombia.com/home/index.asp> >

Investopedia.com. Disponible en Internet. <

<http://www.investopedia.com/?viewed=1> >

Juan Valdez Café. Disponible en Internet < <http://www.juanvaldezcafe.com> >

Prospecto de Colocación de Acciones con Dividendo Preferencial y sin Derecho a Voto de la Sociedad Promotora de Café Colombia S.A.- Procafecol

S.A. Disponible en Internet. <

<http://www.juanvaldezcafe.com/procafecol/accionistas/archivos/3.%20Informaci%C3%B3n%20para%20accionistas/a.%20Prospecto%20de%20Emisi%C3%B3n.pdf> >

QSR Magazine. Disponible en Internet. < <http://www.qsrmagazine.com> >

Superintendencia de Sociedades. Disponible en Internet. < <http://www.supersociedades.gov.co/ss/drvisapi.dll?> >

Yahoo Finance. Disponible en Internet. < <http://finance.yahoo.com> >

ANEXO A

BALANCE GENERAL PROCAFECOL S.A.

ACTIVO				
EN MILES DE PESOS	31/12/2005	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008
1105 Caja	\$ 250.797,00	\$ 593.241,00	\$ 1.351.928,00	\$ 1.087.839,00
1110 Bancos	\$ 288.262,00	\$ 1.609.143,00	\$ 929.176,00	\$ 2.816.361,00
11 SUBTOTAL DISPONIBLE	\$ 539.059,00	\$ 2.202.384,00	\$ 2.281.104,00	\$ 3.904.200,00
12 INVERSIONES CP	\$ 18.687,00	\$ 2.514.955,00	\$ 6.073.331,00	\$ 3.701.636,00
1305 Clientes	\$ 102.193,00	\$ 1.459.941,00	\$ 2.502.657,00	\$ 3.197.579,00
1320 Cuentas por Cobrar a Vincu. Economicos	\$ 110.958,00	\$ 43.479.250,00	\$ 4.947.038,00	\$ 12.189.604,00
1330 Anticipos y Avances	\$ 1.015.243,00	\$ 1.790.717,00	\$ 3.157.183,00	\$ 2.070.989,00
1345 Ingresos por Cobrar CP		\$ 2.982.013,00	\$ 63.328,00	\$ 1.559.563,00
1355 Antic Imptos y Contrib o Saldos a Favor	\$ 188.636,00	\$ 412.163,00	\$ 424.885,00	\$ 504.115,00
1365 Cuentas x Cobrar a Trabajadores (CP)	\$ 6.988,00	\$ 8.892,00	\$ 27.114,00	\$ 43.219,00
1380 Deudores Varios (CP)	\$ 64.767,00	\$ 212.149,00	\$ 431.071,00	\$ 266.146,00
1390 Deudas de Dificil Cobro (CP)			\$ 8.963,00	\$ 28.739,00
1399 Provisiones (CP)			\$ 8.963,00	\$ 28.739,00
13 SUBTOTAL DEUDORES CORTO PLAZO	\$ 1.488.785,00	\$ 50.345.125,00	\$ 11.553.276,00	\$ 19.831.215,00
1405 Materias Primas	\$ 382.562,00	\$ 1.502.053,00	\$ 1.192.669,00	\$ 1.117.284,00
1410 Productos en Proceso				\$ 2.031,00
1430 Productos Terminados	\$ 29.589,00	\$ 89.045,00	\$ 1.399.575,00	\$ 875.039,00
1435 Mcias no Fabricadas x la Empresa	\$ 629.473,00	\$ 2.427.468,00	\$ 2.097.581,00	\$ 5.168.801,00
1455 Materiales Repuestos y Accesorios			\$ 5.170,00	\$ 9.224,00
1460 Envases y Empaques	\$ 215.488,00	\$ 424.001,00	\$ 503.139,00	\$ 433.071,00
1465 Inventarios en Transito	\$ 52.089,00	\$ 7.117,00	\$ 176.669,00	\$ 239.840,00
1499 Provisiones			\$ 20.000,00	
14 SUBTOTAL INVENTARIOS	\$ 1.309.201,00	\$ 4.449.684,00	\$ 5.354.803,00	\$ 7.845.290,00
1705 Gastos Pagados x Anticipado CP	\$ 13.902,00	\$ 38.265,00	\$ 90.393,00	\$ 130.110,00
1710 Cargos Diferidos CP	\$ 1.207.281,00	\$ 1.364.529,00	\$ 3.625.292,00	\$ 4.512.619,00
17 SUBTOTAL DIFERIDO	\$ 1.221.183,00	\$ 1.402.794,00	\$ 3.715.685,00	\$ 4.642.729,00
0 TOTAL ACTIVO CORRIENTE	\$ 4.576.915,00	\$ 60.914.942,00	\$ 28.978.199,00	\$ 39.925.070,00
12 INVERSIONES LP	\$ 1.231.483,00	\$ 1.215.787,00	\$ 5.013.626,00	\$ 7.643.088,00
1320 Cuentas por cobrar a Vinculados			\$ 46.980.508,00	\$ 46.033.353,00
1345 Ingresos por Cobrar LP			\$ 5.845.343,00	\$ 6.991.001,00
13 SUBTOTAL DEUDORES LARGO PLAZO			\$ 52.825.851,00	\$ 53.024.354,00
15 PROPIEDADES PLANTA Y EQUIPO NETO	\$ 2.955.371,00	\$ 5.720.634,00	\$ 10.002.411,00	\$ 13.281.574,00
1605 Credito Mercantil		\$ 7.736.312,00	\$ 7.685.479,00	\$ 7.736.312,00
1610 Marcas	\$ 233.322,00	\$ 375.679,00	\$ 499.503,00	\$ 504.788,00
1615 Patentes	\$ 4.856,00	\$ 5.077,00	\$ 5.767,00	\$ 5.767,00
1625 Derechos		\$ 561.077,00	\$ 3.846.993,00	\$ 7.804.726,00
1635 Licencias		\$ 95.661,00	\$ 143.798,00	\$ 110.559,00
1698 Amortizacion Acumulada	\$ 23.582,00	\$ 1.066.436,00	\$ 2.449.282,00	\$ 4.033.325,00
16 SUBTOTAL INTANGIBLES	\$ 214.596,00	\$ 7.707.370,00	\$ 9.732.258,00	\$ 12.128.827,00
1705 Gastos Pagados x Anticipado LP		\$ (27.500,00)		
1710 Cargos Diferidos LP	\$ 971.829,00	\$ 3.907.352,00	\$ 5.086.143,00	\$ 6.417.295,00
17 SUBTOTAL DIFERIDOS	\$ 971.829,00	\$ 3.879.852,00	\$ 5.086.143,00	\$ 6.417.295,00
1905 De Inversiones	\$ 3.271,00		\$ (1.336.151,00)	\$ (3.829.148,00)
1910 De Propiedades Planta y Equipo			\$ 145.847,00	\$ 181.136,00
19 SUBTOTAL VALORIZACIONES	\$ 3.271,00		\$ (1.190.304,00)	\$ (3.648.012,00)
0 TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	\$ 5.376.550,00	\$ 18.523.643,00	\$ 81.469.985,00	\$ 88.847.126,00
0 TOTAL ACTIVO	\$ 9.953.465,00	\$ 79.438.585,00	\$ 110.448.184,00	\$ 128.772.196,00

PASIVO				
EN MILES DE PESOS	31/12/2005	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008
81 Derechos Contingentes				4.728.156
82 Deudoras Fiscales		\$ 3.948.897,00	\$ 9.502.798,00	\$ 23.405.253,00
83 Deudoras de Control	\$ 227.235,00	\$ 855.090,00	\$ 1.807.079,00	\$ 5.799.059,00
21 OBLIGACIONES FINANCIERAS (CP)	\$ 302.970,00	\$ 9.721.479,00	\$ 15.472.037,00	\$ 22.102.082,00
22 PROVEEDORES	\$ 794.521,00	\$ 3.883.131,00	\$ 2.140.223,00	\$ 4.040.166,00
2315 A compañías vinculadas (CP)	\$ 1.251.918,00	\$ 43.985,00	\$ 125.416,00	\$ 219.723,00
2320 A Contratistas (CP)				\$ 217.965,00
2335 Costos y Gastos x Pagar CP	\$ 275.950,00	\$ 1.136.004,00	\$ 2.115.351,00	\$ 1.925.325,00
2350 Regalias x Pagar CP		\$ 54.671,00		
2365 Retencion en la Fuente	\$ 39.616,00	\$ 180.967,00	\$ 145.670,00	\$ 245.938,00
2367 Impuesto a las Ventas Retenido	\$ 4.542,00	\$ 2.458,00	\$ 78.317,00	\$ 87.224,00
2368 Impuesto de Industria y Comercio Retenido	\$ 317,00	\$ 203,00	\$ 608,00	\$ 1.700,00
2370 Retenciones y Aportes de Nomina	\$ 28.979,00	\$ 79.003,00	\$ 108.834,00	\$ 146.631,00
2380 Acreedores Varios (CP)	\$ 165.748,00	\$ 2.241.848,00	\$ 635.625,00	\$ 832.322,00
23 SUBTOTAL CUENTAS POR PAGAR (CP)	\$ 1.767.070,00	\$ 3.739.139,00	\$ 3.209.821,00	\$ 3.676.828,00
24 IMPUESTOS GRAVAMENES Y TASAS	\$ 268.590,00	\$ 216.700,00	\$ 602.167,00	\$ 489.472,00
25 OBLIGACIONES LABORALES (CP)	\$ 108.893,00	\$ 273.104,00	\$ 423.983,00	\$ 453.214,00
2605 Para Costos y Gastos	\$ 301.939,00	\$ 804.933,00	\$ 2.583.171,00	\$ 2.809.114,00
2615 Para Obligaciones Fiscales	\$ 41.337,00	\$ 29.141,00	\$ 52.135,00	\$ 203.856,00
26 SUBTOTAL PASIVOS ESTIMADOS Y PROVISIONES	\$ 343.276,00	\$ 834.074,00	\$ 2.635.306,00	\$ 3.012.970,00
27 Diferidos a corto plazo	\$ 3.887,00	\$ 7.601,00	\$ 9.036,00	\$ 9.946,00
2805 Anticipos y Avances Recibidos (CP)				\$ 13.242,00
2810 Depositos Recibidos (CP)		\$ 1.147.070,00	\$ 15.753.541,00	\$ 34.060,00
2820 Cuentas de Operacion Conjunta CP			\$ 1.663,00	
28 SUBTOTAL OTROS PASIVOS (CP)		\$ 1.147.070,00	\$ 15.755.204,00	\$ 47.303,00
0 TOTAL PASIVO CORRIENTE	\$ 3.589.207,00	\$ 19.822.298,00	\$ 40.247.777,00	\$ 33.831.981,00
21 Obligaciones financieras (LP)			\$ 22.478.642,00	\$ 22.478.642,00
2720 Credito x Correc. Monetaria Diferida (LP)		\$ 1.146,00		
27 SUBTOTAL DIFERIDOS LARGO PLAZO		\$ 1.146,00		
0 TOTAL PASIVO NO CORRIENTE		\$ 1.146,00	\$ 22.478.642,00	\$ 22.478.642,00
0 TOTAL PASIVO	\$ 3.589.207,00	\$ 19.823.444,00	\$ 62.726.419,00	\$ 56.310.623,00
3105 Capital Suscrito y Pagado	\$ 8.586.570,00	\$ 60.972.675,00	\$ 63.267.365,00	\$ 81.464.980,00
31 SUBTOTAL CAPITAL SOCIAL	\$ 8.586.570,00	\$ 60.972.675,00	\$ 63.267.365,00	\$ 81.464.980,00
3205 Prima en coloc. acc cuotas o partes de int.		\$ 7.467.845,00	\$ 9.762.535,00	\$ 28.492.545,00
3225 Superavit Metodo e Participacion		\$ 675,00		
32 SUBTOTAL SUPERAVIT DE CAPITAL		\$ 7.468.520,00	\$ 9.762.535,00	\$ 28.492.545,00
33 Reservas	\$ 584,00	\$ 584,00	\$ 584,00	\$ 584,00
34 REVALORIZACION DEL PATRIMONIO	\$ 587.146,00	\$ 2.010.199,00	\$ 1.311.097,00	\$ 611.995,00
36 RESULTADOS DEL EJERCICIO	\$ (2.561.951,00)	\$ (8.023.526,00)	\$ (13.907.514,00)	\$ (9.031.002,00)
3705 UTILIDADES ACUMULADAS			\$ 955.418,00	\$ 955.418,00
3710 PERDIDAS ACUMULADAS			\$ 12.477.420,00	\$ 26.384.934,00
37 RESULTADOS DE EJERCICIOS ANTERIORES	\$ (251.363,00)	\$ (2.813.314,00)	\$ (11.522.002,00)	\$ (25.429.517,00)
38 SUPERAVIT POR VALORIZACIONES	\$ 3.271,00		\$ (1.190.304,00)	\$ (3.648.012,00)
	\$ 6.364.257,00			
0 TOTAL PATRIMONIO	\$ 6.364.257,00	\$ 59.615.138,00	\$ 47.721.761,00	\$ 72.461.573,00
0 TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	\$ 9.953.464,00	\$ 79.438.582,00	\$ 110.448.180,00	\$ 128.772.196,00

Fuente: Superintendencia de Sociedades³⁹

³⁹ Disponible en Internet: <http://sirem.supersociedades.gov.co/SIREM/index.jsp>; Recuperado 20 de Septiembre de 2009.

ANEXO B

ESTADO DE RESULTADOS PROCAFECOL S.A.

EN MILES DE PESOS	31/12/2005	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008
Ingresos Operacionales	\$ 11.829.810,00	\$ 23.512.506,00	\$ 49.686.412,00	\$ 73.973.564,00
Costos De Ventas y De Prestacion De Servicios	\$ 5.795.834,00	\$ 11.298.415,00	\$ 23.768.321,00	\$ 33.677.647,00
UTILIDAD BRUTA	\$ 6.033.976,00	\$ 12.214.091,00	\$ 25.918.091,00	\$ 40.295.917,00
Gastos Operacionales De Administración	\$ 2.292.364,00	\$ 10.181.385,00	\$ 14.749.084,00	\$ 13.703.233,00
Gastos Operacionales De Ventas	\$ 6.141.336,00	\$ 11.563.740,00	\$ 24.262.445,00	\$ 34.051.220,00
UTILIDAD OPERACIONAL	\$ (2.399.724,00)	\$ (9.531.034,00)	\$ (13.093.438,00)	\$ (7.458.536,00)
Ingresos No Operacionales	\$ 989.334,00	\$ 11.441.135,00	\$ 5.973.421,00	\$ 7.680.617,00
Gastos No Operacionales	\$ 944.925,00	\$ 8.998.966,00	\$ 6.185.330,00	\$ 8.763.611,00
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS Y AJUSTE POR INFLACION	\$ (2.355.315,00)	\$ (7.088.865,00)	\$ (13.305.347,00)	\$ (8.541.530,00)
47 Ajustes Por Inflacion	\$ (26.637,00)	\$ (788.291,00)		
Impuestos De Renta y Complementarios	\$ 179.999,00	\$ 146.370,00	\$ 602.167,00	\$ 489.472,00
59 GANANCIAS Y PERDIDAS	\$ (2.561.951,00)	\$ (8.023.526,00)	\$ (13.907.514,00)	\$ (9.031.002,00)

Fuente: Superintendencia de Sociedades⁴⁰

⁴⁰ Disponible en Internet: <http://sirem.supersociedades.gov.co/SIREM/index.jsp>; Recuperado 20 de Septiembre de 2009.

ANEXO C

ESTADOS FINANCIEROS HISTÓRICOS SIMPLIFICADOS PROCAFECOL S.A.

EN MILES DE PESOS	VALORES HISTORICOS DE LOS INGRESOS			
CUENTAS DE INGRESO	2005	2006	2007	2008
Ingresos Operacionales	\$ 11.829.810,00	\$ 23.512.506,00	\$ 49.686.412,00	\$ 73.973.564,00
Costos De Ventas y De Prestacion De Servicios	\$ (14.229.534,00)	\$ (33.043.540,00)	\$ (62.779.850,00)	\$ (81.432.100,00)
Depreciación Acumulada	\$ (912.860,00)	\$ (1.533.390,00)	\$ (2.787.930,00)	\$ (4.107.510,00)
UTILIDAD OPERACIONAL	\$ (3.312.584,00)	\$ (11.064.424,00)	\$ (15.881.368,00)	\$ (11.566.046,00)
Ingresos No Operacionales	\$ 989.334,00	\$ 11.441.135,00	\$ 5.973.421,00	\$ 7.680.617,00
Gastos No Operacionales	\$ (944.925,00)	\$ (8.998.966,00)	\$ (6.185.330,00)	\$ (8.763.611,00)
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS Y AJUSTE POR INFLACION	\$ (3.268.175,00)	\$ (8.622.255,00)	\$ (16.093.277,00)	\$ (12.649.040,00)
Ajuste por inflación	\$ (26.637,00)	\$ (788.291,00)		
Impuestos De Renta y Complementarios	\$ (179.999,00)	\$ (146.370,00)	\$ (602.167,00)	\$ (489.472,00)
GANANCIAS Y PERDIDAS	\$ (3.448.174,00)	\$ (8.768.625,00)	\$ (16.695.444,00)	\$ (13.138.512,00)
INGRESOS RETENIDOS				
INGRESOS RETENIDOS PRINCIPIO DE AÑO		\$ 6.364.257,00	\$ 59.615.138,00	\$ 47.721.761,00
INGRESO NETO	\$ (3.448.174,00)	\$ (8.768.625,00)	\$ (16.695.444,00)	\$ (13.138.512,00)
UTILIDADES	\$ 9.812.431,00	\$ 62.019.506,00	\$ 4.802.067,00	\$ 37.878.324,00
INGRESOS RETENIDOS A FIN DE AÑO	\$ 6.364.257,00	\$ 59.615.138,00	\$ 47.721.761,00	\$ 72.461.573,00

	BALANCE HISTORICO			
	2005	2006	2007	2008
Disponible	\$ 539.059,00	\$ 2.202.384,00	\$ 2.281.104,00	\$ 3.904.200,00
Inversiones a Corto Plazo	\$ 18.687,00	\$ 2.514.955,00	\$ 6.073.331,00	\$ 3.701.636,00
Clientes	\$ 102.193,00	\$ 1.459.941,00	\$ 2.502.657,00	\$ 3.197.579,00
Deudores Corto Plazo	\$ 1.386.592,00	\$ 48.885.184,00	\$ 9.050.619,00	\$ 16.633.636,00
Inventarios	\$ 1.309.201,00	\$ 4.449.684,00	\$ 5.354.803,00	\$ 7.845.290,00
Diferido	\$ 1.221.183,00	\$ 1.402.794,00	\$ 3.715.685,00	\$ 4.642.729,00
ACTIVO CORRIENTE	\$ 4.576.915,00	\$ 60.914.942,00	\$ 28.978.199,00	\$ 39.925.070,00
Propiedad, Planta y Equipo Bruto	\$ 5.376.550,00	\$ 18.523.643,00	\$ 81.469.985,00	\$ 88.847.126,00
Depreciación Acumulada	\$ (912.860,00)	\$ (1.533.390,00)	\$ (2.787.930,00)	\$ (4.107.510,00)
PROPIEDAD PLANTA Y EQUIPO NETO	\$ 4.463.690,00	\$ 16.990.253,00	\$ 78.682.055,00	\$ 84.739.616,00
TOTAL ACTIVO	\$ 9.040.605,00	\$ 77.905.195,00	\$ 107.660.254,00	\$ 124.664.686,00
Deuda a Corto Plazo	\$ 646.246,00	\$ 10.555.553,00	\$ 18.107.343,00	\$ 25.115.052,00
Proveedores	\$ 794.521,00	\$ 3.883.131,00	\$ 2.140.223,00	\$ 4.040.166,00
Otras Obligaciones a Corto Plazo	\$ 1.879.850,00	\$ 5.166.914,00	\$ 19.398.044,00	\$ 4.187.291,00
PASIVO CORRIENTE	\$ 3.320.617,00	\$ 19.605.598,00	\$ 39.645.610,00	\$ 33.342.509,00
Deuda a Largo Plazo	\$ -	\$ 1.146,00	\$ 22.478.642,00	\$ 22.478.642,00
Impuestos Gravámenes y Tasas	\$ 268.590,00	\$ 216.700,00	\$ 602.167,00	\$ 489.472,00
Distribución de Utilidades	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Patrimonio	\$ 6.364.257,00	\$ 59.615.138,00	\$ 47.721.761,00	\$ 72.461.573,00
TOTAL PATRIMONIO	\$ 6.364.257,00	\$ 59.615.138,00	\$ 47.721.761,00	\$ 72.461.573,00
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	\$ 9.953.464,00	\$ 79.438.582,00	\$ 110.448.180,00	\$ 128.772.196,00

Fuente: Estados financiero Procafecol S.A. Elaboración Propia

ANEXO D

ESTADOS FINANCIEROS SIMPLIFICADOS PROYECTADOS PROCAFECOL S.A.

EN MILES DE PESOS	VALORES PROYECTADOS DE LOS INGRESOS				
Cuentas de Ingreso	2009	2010	2011	2012	2013
Ingresos Operacionales	\$ 102.040.394,03	\$ 140.756.257,38	\$ 194.161.578,65	\$ 198.044.810,22	\$ 202.005.706,43
Costos De Ventas y De Prestacion De Servicios	\$ (41.836.561,55)	\$ (57.710.065,52)	\$ (79.606.247,25)	\$ (81.198.372,19)	\$ (82.822.339,64)
Depreciación Acumulada	\$ (15.812.950,79)	\$ (17.559.757,21)	\$ (37.918.410,68)	\$ (42.645.141,12)	\$ (8.256.112,63)
UTILIDAD OPERACIONAL	\$ 44.390.881,69	\$ 65.486.434,64	\$ 76.636.920,73	\$ 74.201.296,91	\$ 110.927.254,16
Ingresos No Operacionales	\$ 378.153,58	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Gastos No Operacionales	\$ (4.862.100,39)	\$ (13.493.689,15)	\$ (25.630.810,32)	\$ (31.560.699,04)	\$ (14.576.864,10)
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS Y AJUSTE POR INFLACION	\$ 39.906.934,88	\$ 51.992.745,49	\$ 51.006.110,41	\$ 42.640.597,86	\$ 96.350.390,06
Ajuste por inflación	\$ 14.396,24	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Impuestos De Renta y Complementarios	\$ (13.169.288,51)	\$ (17.157.606,01)	\$ (16.832.016,43)	\$ (14.071.397,30)	\$ (31.795.628,72)
GANANCIAS Y PERDIDAS	\$ 26.752.042,61	\$ 34.835.139,48	\$ 34.174.093,97	\$ 28.569.200,57	\$ 64.554.761,34
INGRESOS RETENIDOS					
INGRESOS RETENIDOS PRINCIPIO DE AÑO	\$ 72.461.573,00	\$ 28.625.824,95	\$ 45.488.827,24	\$ 47.092.474,72	\$ 26.351.326,20
INGRESO NETO	\$ 26.752.042,61	\$ 34.835.139,48	\$ 34.174.093,97	\$ 28.569.200,57	\$ 64.554.761,34
UTILIDADES	\$ (70.587.790,65)	\$ (17.972.137,19)	\$ (32.570.446,49)	\$ (49.310.349,09)	\$ (64.027.734,82)
INGRESOS RETENIDOS A FIN DE AÑO	\$ 28.625.824,95	\$ 45.488.827,24	\$ 47.092.474,72	\$ 26.351.326,20	\$ 26.878.352,72

	BALANCES PROYECTADOS				
	2009	2010	2011	2012	2013
Disponible	\$ 6.069.485,10	\$ 8.372.351,12	\$ 11.548.963,72	\$ 11.779.942,99	\$ 12.015.541,85
Inversiones a Corto Plazo	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Cientes	\$ 4.191.965,24	\$ 5.782.468,24	\$ 7.976.435,18	\$ 8.135.963,88	\$ 8.298.683,16
Deudores Corto Plazo	\$ 66.411.455,94	\$ 91.609.093,38	\$ 126.367.143,60	\$ 128.894.486,47	\$ 131.472.376,20
Inventarios	\$ 4.270.504,21	\$ 5.890.806,23	\$ 8.125.878,45	\$ 8.288.396,01	\$ 8.454.163,93
Diferido	\$ 7.664.142,59	\$ 10.572.048,81	\$ 14.583.264,18	\$ 14.874.929,47	\$ 15.172.428,06
ACTIVO CORRIENTE	\$ 88.607.553,07	\$ 122.226.767,78	\$ 168.601.685,13	\$ 171.973.718,83	\$ 175.413.193,21
Propiedad, Planta y Equipo Bruto	\$ 114.597.147,97	\$ 247.440.626,06	\$ 302.310.481,80	\$ 106.398.784,52	\$ 109.547.963,83
Depreciación Acumulada	\$ (16.917.894,09)	\$ (28.173.865,25)	\$ (45.560.514,14)	\$ (56.691.910,63)	\$ (58.846.952,46)
PROPIEDAD PLANTA Y EQUIPO NETO	\$ 97.679.253,88	\$ 219.266.760,81	\$ 256.749.967,66	\$ 49.706.873,89	\$ 50.701.011,37
TOTAL ACTIVO	\$ 186.286.806,95	\$ 341.493.528,59	\$ 425.351.652,79	\$ 221.680.592,72	\$ 226.114.204,57
Deuda a Corto Plazo	\$ 1.123.932,10	\$ 6.548.094,35	\$ 12.217.224,62	\$ 14.836.066,36	\$ 6.392.631,95
Proveedores	\$ 2.688.589,87	\$ 3.708.686,65	\$ 5.115.825,53	\$ 5.218.142,04	\$ 5.322.504,88
Otras Obligaciones a Corto Plazo	\$ 21.063.032,29	\$ 29.054.705,46	\$ 40.078.555,55	\$ 40.880.126,66	\$ 41.697.729,19
PASIVO CORRIENTE	\$ 24.875.554,26	\$ 39.311.486,46	\$ 57.411.605,70	\$ 60.934.335,06	\$ 53.412.866,02
Deuda a Largo Plazo	\$ 130.961.886,96	\$ 244.344.492,36	\$ 296.721.327,17	\$ 127.852.638,92	\$ 139.149.847,44
Impuestos Gravámenes y Tasas	\$ 1.823.540,78	\$ 12.348.722,52	\$ 24.126.245,19	\$ 6.542.292,54	\$ 6.673.138,39
Distribución de Utilidades	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Patrimonio	\$ 28.625.824,95	\$ 45.488.827,24	\$ 47.092.474,72	\$ 26.351.326,20	\$ 26.878.352,72
TOTAL PATRIMONIO	\$ 28.625.824,95	\$ 45.488.827,24	\$ 47.092.474,72	\$ 26.351.326,20	\$ 26.878.352,72
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	\$ 186.286.806,95	\$ 341.493.528,59	\$ 425.351.652,79	\$ 221.680.592,72	\$ 226.114.204,57

Fuente: Estados financieros simplificados Procafecol S.A. Elaboración Propia.

ANEXO E

FLUJO DE CAJA LIBRE HISTÓRICO PROCAFECOL S.A.

EN MILES DE PESOS	FLUJO DE CAJA LIBRE HISTORICO			
FLUJO DE CAJA LIBRE	2005	2006	2007	2008
Ingresos Operacionales	\$ 23.512.506,00	\$ 49.686.412,00	\$ 73.973.564,00	\$ 73.973.564,00
Costos De Ventas y De Prestacion De Servicios	\$ (33.043.540,00)	\$ (62.779.850,00)	\$ (81.432.100,00)	\$ (81.432.100,00)
Depreciación	\$ (1.533.390,00)	\$ (2.787.930,00)	\$ (4.107.510,00)	\$ (4.107.510,00)
EBIT	\$ (11.064.424,00)	\$ (15.881.368,00)	\$ (11.566.046,00)	\$ (11.566.046,00)
Impuestos sobre EBIT	\$ 793.865,07	\$ (683.751,97)	\$ (857.689,96)	\$ (857.689,96)
Cambio en Impuestos Gravámenes y Tasas	\$ (51.890,00)	\$ 385.467,00	\$ (112.695,00)	\$ (112.695,00)
NOPLAT	\$ (10.322.448,94)	\$ (16.179.652,97)	\$ (12.536.430,96)	\$ (12.536.430,96)
Depreciación	\$ 1.533.390,00	\$ 2.787.930,00	\$ 4.107.510,00	\$ 4.107.510,00
FLUJO DE CAJA BRUTO	\$ (8.789.058,94)	\$ (13.391.722,97)	\$ (8.428.920,96)	\$ (8.428.920,96)
Cambio en capital de trabajo	\$ 47.466.085,00	\$ (47.983.341,00)	\$ 26.629.376,00	\$ 26.629.376,00
Gastos de Capital	\$ 14.059.953,00	\$ 64.479.732,00	\$ 10.165.071,00	\$ 10.165.071,00
Inversión Bruta	\$ 61.526.038,00	\$ 16.496.391,00	\$ 36.794.447,00	\$ 36.794.447,00
FLUJO DE CAJA LIBRE	\$ (70.315.096,94)	\$ (29.888.113,97)	\$ (45.223.367,96)	\$ (45.223.367,96)

Fuente: Estados financieros Procafecol S.A. Elaboración Propia.

ANEXO F

FLUJO DE CAJA LIBRE PROYECTADO PROCAFECOL S.A.

EN MILES DE PESOS	FLUJO DE CAJA LIBRE PROYECTADO				
FLUJO DE CAJA LIBRE	2009	2010	2011	2012	2013
Ingresos Operacionales	\$ 102.040.394,03	\$ 140.756.257,38	\$ 194.161.578,65	\$ 198.044.810,22	\$ 202.005.706,43
Costos De Ventas y De Prestacion De Servicios	\$ (41.836.561,55)	\$ (57.710.065,52)	\$ (79.606.247,25)	\$ (81.198.372,19)	\$ (82.822.339,64)
Depreciación	\$ (15.812.950,79)	\$ (17.559.757,21)	\$ (37.918.410,68)	\$ (42.645.141,12)	\$ (8.256.112,63)
EBIT	\$ 44.390.881,69	\$ 65.486.434,64	\$ 76.636.920,73	\$ 74.201.296,91	\$ 110.927.254,16
Impuestos sobre EBIT	\$ (14.648.990,96)	\$ (21.610.523,43)	\$ (25.290.183,84)	\$ (24.486.427,98)	\$ (36.605.993,87)
	\$ 14.396,24	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Cambio en Impuestos Gravámenes y Tasas	\$ 1.334.068,78	\$ 10.525.181,74	\$ 11.777.522,68	\$ (17.583.952,66)	\$ 130.845,85
NOPLAT	\$ 31.090.355,75	\$ 54.401.092,95	\$ 63.124.259,56	\$ 32.130.916,27	\$ 74.452.106,14
Depreciación	\$ 15.812.950,79	\$ 17.559.757,21	\$ 37.918.410,68	\$ 42.645.141,12	\$ 8.256.112,63
FLUJO DE CAJA BRUTO	\$ 46.903.306,53	\$ 71.960.850,16	\$ 101.042.670,24	\$ 74.776.057,39	\$ 82.708.218,77
Cambio en capital de trabajo	\$ 36.859.953,91	\$ 24.607.444,75	\$ 33.943.928,38	\$ 2.468.146,08	\$ 2.517.509,00
Gastos de Capital	\$ 28.752.588,66	\$ 139.147.264,14	\$ 75.401.617,53	\$ (164.397.952,65)	\$ 9.250.250,11
Inversión Bruta	\$ 65.612.542,58	\$ 163.754.708,90	\$ 109.345.545,91	\$ (161.929.806,57)	\$ 11.767.759,11
FLUJO DE CAJA LIBRE	\$ (18.709.236,04)	\$ (91.793.858,73)	\$ (8.302.875,67)	\$ 236.705.863,96	\$ 70.940.459,66

Fuente: Flujo de caja libre histórico Procafecol S.A. Elaboración Propia.

ANEXO G

SUPUESTOS EMPLEADOS PARA LA PROYECCIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS DE PROCAFECOL S.A.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
SUPUESTOS									
Crecimiento Real (g)		90,23%	99,94%	38,28%	37,94%	37,94%	37,94%	2,00%	2,00%
Inflación (i) (Promedio Año 2005-2008)	4,90%	4,48%	5,69%	7,67%	4,47%	4,47%	4,47%	4,47%	4,47%
Retorno de la Inversión (c)		98,76%	111,32%	48,88%	44,11%	44,11%	44,11%	6,56%	6,56%
Proyección Costos de Ventas y Prestación de Servicios	120,29%	140,54%	126,35%	110,08%	41,00%	41,00%	41,00%	41,00%	41,00%
CAPITAL DE TRABAJO									
Disponible	4,56%	9,37%	4,59%	5,28%	5,95%	5,95%	5,95%	5,95%	5,95%
Clientes	0,86%	6,21%	5,04%	4,32%	4,11%	4,11%	4,11%	4,11%	4,11%
Deudores a Corto Plazo	11,72%	207,91%	18,22%	22,49%	65,08%	65,08%	65,08%	65,08%	65,08%
Inventarios	9,20%	13,47%	8,53%	9,63%	10,21%	10,21%	10,21%	10,21%	10,21%
Diferido	10,32%	5,97%	7,48%	6,28%	7,51%	7,51%	7,51%	7,51%	7,51%
Proveedores	5,58%	11,75%	3,41%	4,96%	6,43%	6,43%	6,43%	6,43%	6,43%
Otras Obligaciones a Corto Plazo	15,89%	21,98%	39,04%	5,66%	20,64%	20,64%	20,64%	20,64%	20,64%
PROPIEDAD PLANTA Y EQUIPO									
Vida Economica PPE(n)								10	
Factor Real PPE Bruta (Fg)								9,162236706	
Factor Nominal Bruto PPE (Fc)								7,639125524	
Retorno Real PPE (10 años) (K)								0,5	
M (Fc/Fg)*K = Retorno Real Crecimiento PPE								0,416881039	
H Fraccion de la Depeciacion Acumulada Sobre Retorno PPE								0,39793852	
PPE neto/Ingresos Operacionales	37,73%	72,26%	158,36%	114,55%	95,73%	155,78%	132,24%	25,10%	25,10%
Depreciacion/PPE Neto		34,35%	16,41%	5,22%	18,66%	17,98%	17,29%	16,61%	16,61%
Activos Depreciados/PPE Neto		20,45%	9,03%	3,54%	3,54%	6,45%	9,36%	12,27%	12,27%
IMPUESTOS									
Tasa de Impuestos	38,50%	38,50%	38,50%	34,00%	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%
Vida de Impuestos de PPE (q)								5	
TASA DE DESCUENTO									
Tasa Libre de Riesgo (Promedio TES 2010-20014)					5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Tasa Nominal Libre de Riesgo Costo Real del Capital (DTF OCT 30 + 600 PB)					10,22%	10,22%	10,22%	10,22%	10,22%
Costo Nominal del Capital					15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%

ANEXO H

FLUJO DE CAJA DESCONTADO PROCAFECOL S.A.

EN MILES DE PESOS	2009	2010	2011	2012	2013
FLUJO DE CAJA DESCONTADO					
Deuda	\$ 47.593.694,00	\$ 132.085.819,06	\$ 250.892.586,71	\$ 308.938.551,79	\$ 142.688.705,28
Flujo de Caja Libre (a final de año)	\$ -18.709.236,04	\$ -91.793.858,73	\$ -8.302.875,67	\$ 236.705.863,96	\$ 70.940.459,66
WACC	14,02%	14,02%	14,02%	14,02%	14,02%
E/(D+E) Deseado al Año 5	85%				
Valor Terminal					\$ 602.143.821,75
Flujo De Caja Libre (valor presente)	\$ -16.409.172,05	\$ -70.611.405,38	\$ -5.601.706,86	\$ 140.065.596,23	\$ 36.816.887,45
Valor Terminal (valor presente)	\$ 312.502.363,56				
Valor De La Empresa Sin Descontar					
Deuda Año 2008	\$ 413.171.735,00				
VALOR DE LA EMPRESA	\$ 365.578.041,00				