

**DIAGNOSTICO FINANCIERO PARA UN CONCESIONARIO AUTOMOTRIZ DE
GENERAL MOTORS - COLMOTORES**

**JOSE ARMANDO GARCIA MARTINEZ
SERGIO ANDRES MENDOZA PAREDES**

**UNIVERSIDAD INDUSTRIAL DE SANTANDER
ESPECIALIZACIÓN EN ALTA GERENCIA
ESCUELA DE ESTUDIOS INDUSTRIALES Y EMPRESARIALES
BUCARAMANGA
2006**

**DIAGNOSTICO FINANCIERO PARA UN CONCESIONARIO AUTOMOTRIZ DE
GENERAL MOTORS - COLMOTORES**

**JOSE ARMANDO GARCIA MARTINEZ
SERGIO ANDRES MENDOZA PAREDES**

**Monografía para optar al título de Especialistas
en Alta Gerencia**

**Director
OLGA CHACON ARIAS
Ingeniera Industrial**

**UNIVERSIDAD INDUSTRIAL DE SANTANDER
ESPECIALIZACIÓN EN ALTA GERENCIA
ESCUELA DE ESTUDIOS INDUSTRIALES Y EMPRESARIALES
BUCARAMANGA
2006**

AGRADECIMIENTOS

Los autores expresan sus agradecimientos a:

Olga Chacon Arias, Ingeniera Industrial, Directora del Proyecto, por sus valiosas orientaciones y aportes en el desarrollo de este proyecto.

A Campesa S.A. por su colaboración y permitirnos el desarrollo de este proyecto.

CONTENIDO.

	Pág.
INTRODUCCION	1
1. MARCO DE REFERENCIA.	3
1.1 MARCO CONTEXTUAL.	3
1.1.1 El Concesionario: Camperos de Santander – Campesa S.A.	3
1.1.2 Campesa en Cifras.	5
1.1.3 El Sector Automotriz en Colombia.	5
1.1.4 El Mercado de Carros – Nuevos vs. Usados.	6
1.1.5 Las Ventas de Carros Nuevos Siguen a un Ritmo Acelerado.	11
1.2 Marco Teórico.	13
1.2.1 Capital de Trabajo.	14
1.2.2 Análisis vertical y horizontal.	15
1.2.3 Indicadores Financieros.	16
1.2.4 Estado de fuentes y usos.	18
1.2.5 Costo Promedio Ponderado de Capital – WACC.	19
1.2.5.1 Costo de la deuda.	20
1.2.5.2 Costo del Patrimonio.	21
1.2.6 Generación o Destrucción de Valor.	22
2. ANÁLISIS DE LIQUIDEZ.	23
2.1 ROTACIÓN DE CARTERA.	24
2.2 ROTACIÓN DE INVENTARIOS.	25

	ROTACIÓN DE CUENTAS POR PAGAR.	27
2.3		
2.4	CICLO DE CAJA.	28
3.	ANÁLISIS DE MOVIMIENTOS DE EFECTIVO	30
3.1	ESTADO DE FUENTES Y APLICACIÓN DE FONDOS	30
3.2	EBITDA	32
3.3	FLUJO DE CAJA LIBRE	33
4.	ANÁLISIS DE ENDEUDAMIENTO.	35
5.	ANÁLISIS DE RENTABILIDAD.	38
5.1	RENTABILIDAD OPERATIVA.	38
5.2	RENTABILIDAD DEL ACTIVO ANTES DE IMPUESTOS.	41
5.3	RENTABILIDAD NETA DEL ACTIVO.	43
5.4	ANÁLISIS DE MÁRGENES.	45
5.5	RENTABILIDAD DEL PATRIMONIO.	47
5.6	SEÑALES DE PELIGRO.	49
6.	GENERACIÓN O DESTRUCCIÓN DE VALOR.	52
	CONCLUSIONES.	57
	RECOMENDACIONES.	59
	BIBLIOGRAFIA.	61
	ANEXOS	62

LISTA DE GRAFICOS.

	Pág.
Gráfico 1. Organigrama General – Campesa S.A.	4
Gráfico 2. Análisis horizontal Activos corrientes, no corrientes y totales, Campesa. Años 2001 al 2005.	24
Gráfico 3. Composición del Activo corriente de Campesa y su evolución. Años 2001 al 2005.	26
Gráfico 4. Composición pasivo corriente y su evolución, Campesa. Años 2001 al 2005.	29
Gráfico 5. Análisis horizontal, Ingreso operacional, Costo de venta y Utilidad bruta, Campesa Años 2001al 2005.	40
Gráfico 6. Análisis horizontal Gastos operativos de administración y ventas, utilidad operacional, Campesa. Años 2001 al 2005.	40
Gráfico 7. Comportamiento de Ingresos y Egresos no Operacionales, Utilidad antes de Impuestos, Campesa Años 2001 al 2001.	42
Gráfico 8. Análisis horizontal Ingresos y Egresos no Operacionales, Utilidad antes de Impuestos, Campesa. Años 2001 al 2005.	43
Gráfico 9. Utilidad Neta vs. Provisión de Impuesto de Renta, Campesa. Años 2001 al 2005.	44
Gráfico 10. Composición del Patrimonio y su evolución, Campesa. Años 2001 al 2005.	48
Gráfico 11. EVA – Campesa S.A. Años 2001 al 2005.	53
Gráfico 12. Costo de Financiación – Campesa S.A. Años 2001 al 2005.	54

LISTA DE TABLAS.

		Pág.
Tabla 1.	Importancia cuentas activas de Campesa S.A. Años 2001 al 2005.	23
Tabla 2.	Rotación de cartera Campesa vs. Sector. Años 2001 al 2005.	25
Tabla 3.	Rotación de Inventarios Campesa vs. Sector. Años 2001 al 2005.	27
Tabla 4.	Rotación de Cuentas por Pagar, Campesa vs. Sector. Años 2001 al 2005.	28
Tabla 5.	Ciclo de caja en días, Campesa vs. Sector. Años 2001 al 2005.	29
Tabla 6.	Estado de Fuentes y Aplicaciones Campesa S.A. Año 2002.	30
Tabla 7.	Estado de Fuentes y Aplicaciones Campesa S.A. Año 2003.	31
Tabla 8.	Estado de Fuentes y Aplicaciones Campesa S.A. Año 2004.	31
Tabla 9.	Estado de Fuentes y Aplicaciones Campesa S.A. Año 2005.	32
Tabla 10.	EBITDA Campesa S.A. Años 2001 al 2005.	33
Tabla 11.	Variación % Utilidad Operativa vs. EBITDA Campesa S.A. Años 2001 al 2005.	33
Tabla 12.	Flujo de Caja Libre Campesa S.A. Años 2001 al 2005.	34
Tabla 13.	Evolución Índice de endeudamiento, Campesa vs. Promedio del Sector. Años 2001 al 2005.	35
Tabla 14.	Evolución del Índice de endeudamiento financiero, impacto de la carga financiera y cobertura de intereses para Campesa S.A. Años 2001 al 2005.	37
Tabla 15.	Variación Estado de Resultados Campesa. Años 2001 al 2005.	38
Tabla 16.	Rentabilidad Operativa, Campesa vs. Promedio del Sector. Años 2001 al 2005.	39
Tabla 17.	Rentabilidad Activo antes de Impuestos, Campesa vs. Promedio del Sector. Años 2001 al 2005.	41

Tabla 18.	Rentabilidad Neta del Activo, Campesa vs. Promedio del Sector. Años 2001 al 2005.	44
Tabla 19.	Productividad en pesos por cada 100 pesos de inversión en activos, Campesa. Años 2001 al 2005.	45
Tabla 20.	Comportamiento diferentes márgenes, Campesa. Años 2001 al 2005.	45
Tabla 21.	Comportamiento diferentes márgenes, Promedio del Sector. Años 2001 al 2004.	46
Tabla 22.	Rentabilidad del Patrimonio antes de impuestos, Campesa vs. Promedio del Sector. Años 2001 al 2005.	47
Tabla 23.	Rentabilidad neta del Patrimonio, Campesa vs. Promedio del Sector. Años 2001 al 2005.	47
Tabla 24.	Esencia de los negocios. Campesa S.A. - Años 2001 al 2005	48
Tabla 25.	Generación o destrucción de valor – Campesa S.A.	52
Tabla 26.	Costos de Financiación – Campesa S.A.	53
Tabla 27.	Capital Invertido en Activos Operativos – Campesa S.A.	54
Tabla 28.	Cargos por Capital Vs. UODI – Campesa S.A.	55
Tabla 29.	Ingreso Operacional Vs. Gasto Operacional – Campesa S.A.	55

RESUMEN

TITULO: DIAGNÓSTICO FINANCIERO PARA UN CONCESIONARIO AUTOMOTRIZ DE GENERAL MOTORS – COLMOTORES*

AUTORES: José Armando García Martínez y Sergio Andrés Mendoza Paredes**

PALABRAS CLAVES: Automotriz, Concesionario, Liquidez, Rentabilidad, Endeudamiento, WACC, EVA®.

CONTENIDO: La industria automotriz colombiana constituye el 0,41% del PIB nacional, sector conformado principalmente por tres ensambladoras, a saber: Sofasa (Renault y Toyota), CCA (Mazda y Ford) y GM Colmotores (Chevrolet), y por importadores que no ensamblan (Hyundai, Peugeot, otros).

Campesa S.A. como concesionario de la Red Chevrolet de GM – Colmotores, consciente de que el escenario comercial se modificará, ha decidido prepararse para afrontar las nuevas condiciones en la escena nacional y regional, revisando el cumplimiento de su objetivo básico financiero (OBF) para así poder optimizar y consolidar la operación del concesionario de una manera rentable y sostenible.

El trabajo parte de un marco de referencia, en el cual se exponen el comportamiento actual del sector en Colombia, una caracterización general de Campesa S.A., y un resumen de los fundamentos teóricos que sirven de base para la realización y el análisis de este trabajo.

Una vez realizado el análisis de liquidez, endeudamiento, rentabilidad y generación de flujo de efectivo de esta compañía, se determina si la empresa esta cumpliendo con su OBF mediante el análisis de creación o destrucción de valor a partir del calculo del WACC y EVA®.

Este análisis concluyó que Campesa S.A. no ha cumplido el OBF en el periodo analizado, año 2001 al año 2005, pues ha destruido valor en cada anualidad. Adicionalmente, se encontró que la empresa no ha generado el efectivo necesario para financiar su operación, el incremento en capital de trabajo, la reposición de activos fijos, y para hacer frente a las acreencias de las entidades financieras y de los socios, situación que lo lleva a tener un nivel de endeudamiento elevado.

* Trabajo de Grado

** Facultad de Ingenierías Físico-Mecánicas - Escuela de Estudios Industriales y Empresariales– Ingeniera Olga Patricia Chacón

SUMMARY.

TITLE: FINANCIAL DIAGNOSTIC FOR A DEALER OF GENERAL MOTORS – COLMOTORES*

AUTHORS: José Armando García Martínez and Sergio Andrés Mendoza Paredes**

KEY WORDS: Automotive Industry, Dealer, Liquidity, Profitability, Indebtedness, WACC, EVA®.

DESCRIPTION: The Colombian automotive industry represents 0,41% of national GIP (Gross Internal Product), this economic sector is composed mainly by three assemblers, to know: Sofasa (Renault and Toyota), CCA (Mazda and Ford) and GM Colmotores (Chevrolet). By other side are the importers (Hyundai, Peugeot, and others less important).

Campesa S.A. as a dealer of GM – Colmotores, being concient that commercial scenery will change, has decided to prepare itself to face the new conditions of national and local market, reviewing the compliance of its basic financial target (BFT) and then it can optimize and consolidate the dealer operation in a profitable and sustainable way.

This document begins with a reference frame, which establishes the actual behavior of automotive industry in Colombia, a short description about Campesa S.A., and a summary related with the theoretical basics that are useful for doing the analysis and develop all the work.

Once made the analysis of liquidity, indebtedness, profitability and cash generation for this company, it will determine if Campesa has been working according with their BFT (Basic Financial Target) through the analysis of value creation or destruction, beginning from calculating WACC and EVA®.

This work concluded that Campesa S.A. didn't reach the BFT on the analyzed time, from 2001 to 2005, this company has decreased in value every year. In addition, we found out that Campesa haven't generated the necessary cash to finance their operation by itself, the increase on capital of work, the renewal of fixed assets and to face the debts with financial entities and partners too, this is a situation that forces it to have a high level of indebtedness.

* Work of degree.

** Faculty of sciences Physical - Mechanics – School of Industrial and Enterprises Studies – Specialization in Top Management – Engineer Olga Patricia Chacón.

INTRODUCCION

La industria automotriz colombiana constituye el 0,41% del PIB nacional , este sector está conformado principalmente por tres ensambladoras, a saber: Sofasa, CCA y GM Colmotores, las cuales fabrican e importan las marcas de autos Renault y Toyota, en el caso de la primera, Mazda y Ford la segunda y Chevrolet la tercera de ellas. Adicionalmente existen importadores que no ensamblan, los cuales representan otras marcas de menor participación en el mercado como Hyundai o Peugeot, pero que año tras año han venido creciendo fuertemente y registran a la fecha aumentos importantes en la participación del mercado, desplazando incluso del tercer lugar a la Compañía Colombiana Automotriz.

Campesa S.A. como concesionario de la Red Chevrolet de GM – Colmotores, ensambladora que actualmente posee el 38% de participación en el mercado nacional y el 46% de participación en la región, consciente de que el escenario comercial indudablemente se modificará, ha decidido prepararse para afrontar los embates de los nuevos actores y condiciones en la escena nacional y regional, revisando el cumplimiento de su objetivo básico financiero, para tomar las medidas necesarias orientadas a realizar los ajustes a que haya lugar derivados como conclusiones de este trabajo, encaminadas a optimizar y consolidar la operación del concesionario de una manera rentable y sostenible.

Este trabajo contiene en el primer capítulo el marco de referencia, en el cual se exponen el comportamiento actual del sector automotriz en Colombia, una caracterización general de Campesa S.A., y un resumen de los fundamentos teóricos que sirven de base para la realización y el análisis de este trabajo.

En el segundo, tercer y cuarto capítulo se realiza el análisis de liquidez, rentabilidad y endeudamiento, respectivamente, revisando cada uno de los indicadores financieros obtenidos de la operación de Campesa S.A.

Finalmente, en los capítulos quinto y sexto, se aborda el tema de los movimientos de efectivo y de generación o destrucción de valor, es decir, el cumplimiento o no del objetivo básico financiero de la compañía Campesa S.A.

1. MARCO DE REFERENCIA.

1.1 MARCO CONTEXTUAL.

1.1.1 El Concesionario: Camperos de Santander – Campesa S.A.

CAMPESA S.A., es una sociedad anónima, cuyo nombre en forma extensa es: Camperos de Santander S.A. Y aunque hoy en día ésta compañía es distribuidora de la línea completa de automóviles de pasajeros y vehículos comerciales marca Chevrolet, importados o ensamblados en el país, sus orígenes fueron bien diferentes. Al regresar en el tiempo hasta el año de 1988, cuando un grupo de visionarios santandereanos decidieron tocar las puertas de una ensambladora nacional para solicitar la distribución regional de sus vehículos, dicha solicitud fue aceptada con ciertas precauciones y se aprobó parcialmente, pues al principio de la relación comercial solamente se autorizó la distribución de los, para ese entonces “éxito” del mercado, camperos Samurai y Trooper, allí entonces la razón del origen de su nombre extenso, el cual según criterio de algunos está un poco fuera de contexto en razón a la evolución del concesionario y de lo que hoy, después de 18 años se ha alcanzado dentro de la red de concesionarios a nivel nacional y en la región.

Años mas tarde y en razón a los buenos resultados reportados a General Motors – Colmotores, finalmente se logra la autorización para adquirir la distribución de la línea completa de vehículos, así como de la implementación del área de postventa (Almacén de Repuestos y Taller de Servicio), buscando aumentar la participación regional y fortalecerla a nivel nacional, brindando a sus clientes los servicios demandados por ellos en una ciudad en permanente expansión. Es así como después de grandes esfuerzos y contando con el compromiso de todos los

colaboradores, se ha logrado que en los últimos 7 años, en la región (Santander) se mantenga el liderazgo con una participación de mercado entre el 45% y 49% (53% aportado por Campesa), el cual comparado con el promedio nacional de Chevrolet que ha estado entre el 33% y el 38% resulta bastante satisfactorio.

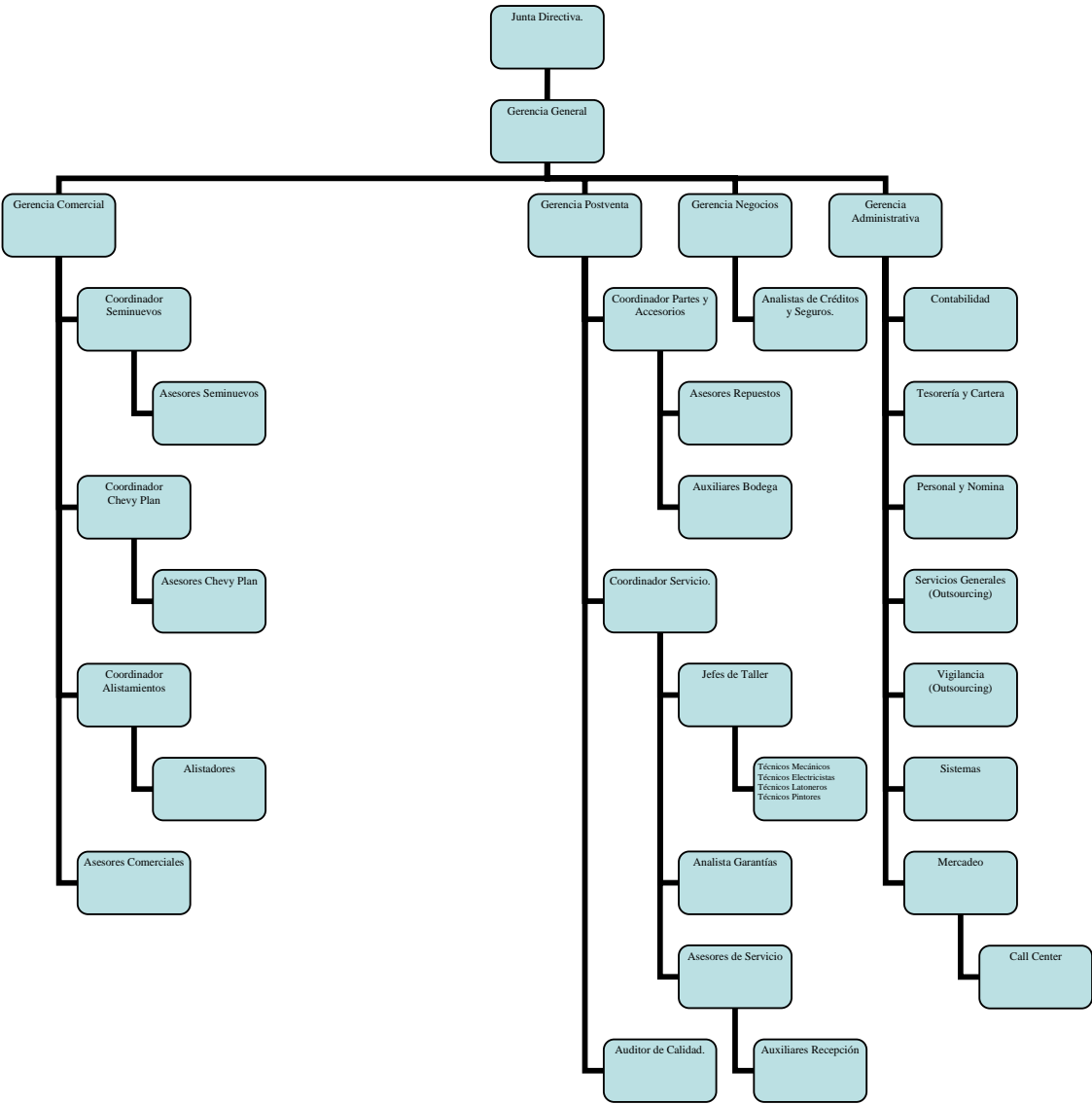


Gráfico 1. Organigrama General – Campesa S.A.

1.1.2 Campesa en Cifras.

Esta empresa posee a diciembre 31 de 2005 un patrimonio próximo a los 2.500 millones de pesos y un nivel de activos cercano a los 10.000 millones, lo cual permite afirmar que su estructura deuda – equity es del orden de 75/25. Campesa S.A. realizó ventas totales para el año 2005 por la suma de 60.000 millones de pesos aproximadamente, de las cuales el departamento comercial aporta alrededor del 90% y el departamento de postventa 10% restante. Vale la pena aclarar que el departamento comercial comprende el área de vehículos nuevos subdividido en sistema tradicional de ventas y en Megaplan, también hacen parte de este departamento el área de vehículos seminuevos (usados) y finalmente el área de F&I (financiero y de seguros), este último dedicado a la colocación de créditos, venta de pólizas de seguros y productos de valor agregado.

El concesionario posee dos sedes principales, una sobre la carrera 27 con calle 54 en la cual funciona la sala de ventas y el área administrativa, la segunda sede está en la carrera 16 con calle 45 donde opera el área de postventa (almacén de repuestos y taller de servicio); adicionalmente cuenta con otras tres salas de ventas, estratégicamente ubicadas en diferentes centros comerciales de la ciudad. Para el nivel actual de operación Campesa genera 110 empleos directos y 65 indirectos, de los empleos directos, 6 son directivos lo que representa el 5,45%, 24 administrativos lo que equivale al 21,81% y 80 operativos correspondiente al 72,74%.

1.1.3 El Sector Automotriz en Colombia.

La industria de automóviles en Colombia ha registrado una recuperación significativa en los últimos meses, pero las cifras todavía están lejos de las que se alcanzaron a mediados de los años noventa. Para un país como Colombia, una

cifra razonable de mercado potencial sería alrededor de 250.000 vehículos al año, esto a pesar de las razones claras de política que desestimulan a la industria nacional. Luego de una reducción de costos y aumento de eficiencia se llegó en el país a producir y vender 150.000 unidades, pero la recesión de finales de los noventa hizo caer la cifra a niveles que hoy, con alguna recuperación, retornan nuevamente a los 146.000 vehículos al final del 2005. Ciertamente, la recesión fue un asunto que afectó el consumo en forma generalizada. Pero no sólo es el desempleo abierto sino también la pérdida de calidad en ese empleo, lo que ha afectado a la demanda agregada¹.

1.1.4 El Mercado de Carros – Nuevos vs. Usados.

Una gran sobre oferta de vehículos de segunda está caracterizando al país, aunque el mercado de los usados se mantiene estancado. Las cifras de crecimiento del mercado automotor han mostrado una muy buena recuperación en todo el 2005 en lo que a ventas de carros nuevos respecta. En junio pasado el mercado pasó la barrera de las 12.000 unidades vendidas en un mes, en septiembre anterior por primera vez en la historia del sector automotor colombiano una marca superó las 5000 unidades vendidas en un mes, el nuevo record lo impuso Chevrolet al llegar a 5231 unidades debidas en gran medida a su reciente lanzamiento del Aveo y la perspectiva sigue siendo buena. En los seis primeros meses del año 2005 ya se hablaba de ventas por 65.449 vehículos.²

No obstante, al buen comportamiento de los vehículos nuevos, no se observa la misma tendencia en el caso de los usados, por lo menos para las empresas concesionarias que en el país se dedican a la compra y venta de automóviles de modelos anteriores. Aunque todavía no se puede hablar de una recesión en la comercialización del usado, ya comienzan a verse algunos síntomas claros de la

¹ Fuente: Revista Semana Edición Mayo 17 de 2004, Entrevista al Dr. José Fernando Isaza, Presidente de la Compañía Colombiana Automotriz – CCA.

menor dinámica que muestra este mercado. “Para algunos directivos de concesionarios, el hecho de que aún no se noten las dificultades que hoy se registran en las ventas de los usados tiene que ver con el creciente número de propietarios que está acudiendo a intermediarios, avisos de prensa o a sus amigos y familiares para vender sus vehículos. Esto le ha restado mercado a los concesionarios, que se precian de ofrecer más garantías y mejores condiciones tanto para comprar como para vender y que se están viendo desplazados por otros intermediarios”³.

Las principales compañías que se dedican al negocio de la compra y venta de vehículos usados ya están registrando el estancamiento y el aumento de los inventarios, situación que genera costos financieros muy altos y que preocupa al sector automotor. En el mercado se solía afirmar que el aumento en las ventas de vehículos nuevos siempre conlleva, un comportamiento similar en los usados. Pero en esta ocasión el fenómeno no guarda las mismas proporciones, pues mientras las ventas de nuevos crecieron a una tasa cercana al 30 por ciento en el año 2005⁴, en el caso de los usados el movimiento no es igual. Sólo en el caso de Bogotá se habla de que hubo una caída de 1 por ciento en el número de traspasos de vehículos usados, al cierre del primer semestre de 2005⁵.

El principal argumento para justificar esta menor dinámica de los vehículos usados es uno solo: “precios”. Su caída en los vehículos nuevos ha provocado trastornos importantes en el negocio de los usados. Por un lado, muchos compradores prefieren hoy adquirir un último modelo ya que muchos han bajado sus precios. Adicionalmente, se han mejorado las condiciones de financiación, actualmente el mercado financiero tiene tasas muy bajas para créditos y la garantía que estos

² Fuente: Revista Dinero Edición No. 240 Octubre 14 de 2005.

³ Fuente: Diario Portafolio, Edición Electrónica, Julio 13 de 2005.

⁴ Informe Econometría – Sector Automotor Julio de 2005

⁵ Secretaría de tránsito y Transporte de Bogotá.

tienen es mayor. En el caso de financiación, hoy se encuentra en el mercado tasas hasta de 0,9 por ciento mensual, ofrecida por la marca de vehículos Chevrolet.

De otra parte, los concesionarios aseguran que los dueños de los usados se niegan a reconocer esta realidad e insisten en pedir precios más elevados por sus vehículos, lo que dificulta las negociaciones. Héctor Alférez, director de compras de Autonal, una de las principales concesionarias de usados en el país, asegura que "mientras los precios de los vehículos nuevos no suban, los de los usados seguirán deprimidos". Y es que en estos momentos algunos vehículos modelo 2006, tienen precios de venta inferiores a los que se registraban hace uno o dos años. En algunas marcas los casos de 'desplome' del precio son sustanciales y está dejando a los propietarios de carros usados sin mayores argumentos para exigir un mejor precio. Esta baja está asociada a la revaluación del peso que se registra desde hace unos años y que ya tiene un impacto claro en el valor que debe pagar el usuario final.

La revaluación del peso alcanzó el 3,02 por ciento en el 2003, fue de 13,98 por ciento en el 2004, para el 11 de Agosto de 2005 el dólar rompió la barrera de los 2.300 pesos, acumulando un 4,4% para el 2005.

Aunque hace un año ya se sentían los efectos de la revaluación en el mercado de vehículos, los productores e importadores señalaban que todavía persistían algunos factores que no permitían trasladar este beneficio al comprador final.

El argumento central era que si bien los dólares estaban más baratos para importar piezas de ensamble o vehículos totalmente elaborados en el exterior, algunos de estos productos se compraban en otras monedas en las que no era tan claro el efecto de la revaluación, tales como el euro o el yen.

Sin embargo, desde finales del año 2004 la tendencia de caída en los precios de los vehículos nuevos es muy notoria y a partir de junio de 2005 es mucho mayor. Y al parecer continuará agudizándose mientras persista la revaluación del peso, según los pronósticos de expertos en el sector automotor.

Pero este no es el único fenómeno que ha propiciado esta caída importante en los precios de los vehículos. Otros factores como la reducción de aranceles para vehículos que se importarán de México, la expectativa por la aprobación del TLC con EEUU por parte de los congresos, la nivelación del IVA para los carros ensamblados en el país y los importados de menos de 1.400 centímetros cúbicos de motor, el ingreso de los modelos 2007 desde comienzos de junio de 2006, las promociones de los ensambladores e importadores y hasta las mayores ventajas de financiación de los nuevos, están jugando en contra de los usados. En el caso de los aranceles, desde el pasado primero de julio de 2005 entró en vigencia una reducción para los vehículos que se importan desde México. Este esquema está contemplado en el acuerdo comercial del G-3, que desde 1994 está vigente entre Colombia, México y Venezuela. En el marco de este acuerdo, en el año 2005 ingresaron al país un total de 3.000 vehículos procedentes de México que pagaron un arancel de apenas el 10 por ciento, mientras que para el resto de países el arancel vigente es del 35 por ciento. Adicionalmente, para los vehículos de menos de 1.400 centímetros cúbicos hay un tratamiento arancelario que permitió igualar en 25 por ciento el impuesto de venta. Antes este impuesto era de 35 por ciento para los importados y de 20 por ciento para los ensamblados en el país, pero gradualmente se fueron ajustando hasta llegar al 25 por ciento que rige actualmente.

Es importante anotar que buena parte de la venta de vehículos nuevos en el país se basa en lo que se conoce como la 'retoma' de un vehículo usado. Para los concesionarios, este sistema permite garantizar la venta de un modelo nuevo, a partir de la compra del vehículo usado del cliente. Aunque este negocio ha tenido

un crecimiento importante, en los últimos meses ha tenido más de un tropiezo. Hoy es elevado el número de gerentes de la división de usados en los concesionarios, que se queja por la baja rotación que tienen estos vehículos y la dificultad para negociar con los clientes el precio.

Estas compañías, que hasta el año pasado recibían cualquier modelo, hoy son mucho más selectivas y han optado por retomar sólo aquellos vehículos de las marcas que distribuye, elevar las exigencias frente al mantenimiento y estado del vehículo y algunas han cambiado incluso el sistema de retoma por el de consignación. La diferencia en este sistema se basa en que mientras la compra implica el desembolso casi inmediato del valor del usado, la consignación establece que el dinero sólo le será entregado al propietario en el momento en que el vehículo sea vendido a un tercero. Con esta estrategia los concesionarios están aliviando una pesada carga financiera en que se había convertido la compra de vehículos y la demora en su posterior venta.

El aumento de inventarios es notorio en algunas empresas. Los propios funcionarios señalan que mientras hace un año un vehículo usado podía demorarse un mes en la vitrina mientras salía para la venta, hoy este plazo ha aumentado hasta 60 e incluso 90 días en algunos casos. En el tema de los precios, también la situación es bastante complicada. Según los funcionarios de estas empresas, la mayoría de clientes se niega a aceptar los precios que hoy ofrecen los concesionarios por sus vehículos, argumentando que existen publicaciones en las que el avalúo resulta superior al que les ofrecen, lo que hace más tensa la negociación. Esto ha llevado a algunos concesionarios a replantear sus márgenes de intermediación en la compra y venta de vehículos usados. Según se pudo establecer, los márgenes de 10 por ciento que hasta el año pasado manejaban los concesionarios, ha pasado en algunos casos al 8 y en otros al 5 por ciento para mantener la actividad comercial.

Justamente una promoción lanzada por Chevrolet en junio pasado, denominada "El Bodegazo", es comentada hoy por los concesionarios como el comienzo de un notorio estancamiento en la venta de usados. En esta actividad, no sólo hubo baja de precios sino tasas de interés muy bajas, que daban mayores ventajas a los vehículos nuevos frente a los usados. Pero este no es el único aviso de nuevas bajas. El ingreso de vehículos provenientes de China, en condiciones muy ventajosas de precios, ha generado también una alta expectativa, que ha llevado a compradores de vehículos usados a aplazar su decisión de compra.

"La expectativa de que los precios van a seguir bajando se ha convertido en uno de los argumentos de la gente para demorar su decisión de compra", afirma Fernando Cadena, director de Usados en Motorysa en Bogotá. Hay quienes señalan, incluso, que las informaciones sobre el ingreso de vehículos usados en el marco del Tratado de Libre Comercio que se negoció con Estados Unidos también está generando un estancamiento en las ventas de usados.

1.1.5 Las Ventas de Carros Nuevos Siguen a un Ritmo Acelerado.

Un total de 12.054 unidades vendió el mercado automotor colombiano durante el mes de junio de 2005, cifra que representa un crecimiento del 32,6 por ciento frente a la reportada en el mismo mes del 2004, de 9.089 vehículos. De acuerdo con el informe de Econometría, con base en datos del Comité Automotor, las ventas de vehículos nuevos alcanzan las 65.449 unidades en el primer semestre del año. Esto significa un crecimiento de 27,2 por ciento frente al mismo período del año 2004.

Los vehículos importados siguen llevando la delantera, al totalizar ventas en el primer semestre de 2005 por 33.548 vehículos, frente a 31.901 de los ensamblados en el país. Por marcas, las mayores ventas las sigue registrando GM Colmotores, con 23.960 unidades vendidas en el primer semestre y un crecimiento

del 28,7 por ciento. Le sigue Sofasa, con ventas por 14.296 unidades y en tercer lugar Hyundai, con ventas acumuladas de 7.833, por encima de la Compañía Colombiana Automotriz con 5.314 unidades.

Hasta hace unos años, comprar vehículo en Colombia era visto como una verdadera inversión. Muchas familias decidían invertir en vehículos porque, con alguna frecuencia, tras algunos años de uso podían venderlo con alguna ganancia o por lo menos conservando el valor inicial. Incluso, las épocas de 'bonanza' se podían identificar claramente por el aumento en las ventas de vehículos nuevos en el país, que estaban asociados con el mayor interés de las personas y familias de gastar su dinero –ahorrado o excedente- en la compra de bienes de consumo durable. Sin embargo, hoy puede afirmarse que estas épocas ya no volverán. Aunque desde hace un lustro los precios de los vehículos usados han venido alcanzando sus 'reales proporciones', este proceso no ha terminado y podría durar un poco más. Edgar Macías, encargado de ventas de usados en Hyundai, asegura que todavía los precios de los usados no han llegado al nivel donde deberían estar y que muchos colombianos deben adaptarse a la nueva realidad.

Pero, ¿cuál es el nivel de realidad en el valor de los usados? Cada concesionario tiene su propia fórmula, aunque hay una que está tomando fuerza en estos momentos y que es aplicada en buena parte de las empresas que se dedican al negocio. Esta señala que la pérdida del valor del vehículo debe ser del 20 por ciento para el primer año del modelo y de 5 por ciento por cada año de uso del vehículo, desde su salida al mercado. Para Fernando Cadena, director del área de Vehículos Usados en Motorysa, esta fórmula sigue siendo conservadora frente a la que se aplica en otros países como Estados Unidos y algunos de Europa, en donde un carro se deprecia un 45 por ciento por su primer año de uso.

La gran pregunta en este momento es entonces ¿qué ocurrirá con este sector cuando el TLC esté operando en toda su real dimensión?

1.2 MARCO TEÓRICO.

Resulta común pensar que el objetivo básico financiero de una compañía sea incrementar las utilidades, o mejorar el nivel de rentabilidad, o minimizar los costos, pero realmente se encuentra que el verdadero objetivo es lograr "la maximización de la riqueza del accionista, que en otros términos no es más que la maximización del valor de la empresa":⁶

La importancia del accionista radica en que éste realizó, con anterioridad, una alta inversión de capital para el funcionamiento de la compañía, si el retorno de ésta inversión no está por encima del retorno ofrecido por invertir en títulos de tesorería, el accionista preferiría sacar su capital de la empresa, e invertirlo en esos títulos, situación en la cual asumiría un menor riesgo. He aquí la importancia de incrementar el valor de la empresa, pues el accionista debe sentir que el riesgo que asumió al invertir en este negocio le está dando los rendimientos esperados y muchos más.

Para incrementar el valor de la empresa, se necesitan diseñar estrategias que permitan proyectar la empresa hacia el futuro y que conduzcan a mejorar los indicadores internos como la liquidez, el nivel de endeudamiento, el EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization), el flujo de efectivo, las utilidades, la ventas, entre otros; lo que en conjunto, mejora las expectativas que el inversionista tiene sobre el negocio.

Las estrategias para incrementar el valor de la empresa parten de un diagnóstico financiero previo, el cual debe incluir el análisis del capital de trabajo, el análisis vertical y horizontal de las cuentas del Balance General y del Estado de Resultados,

⁶ LEON GARCIA, Oscar. "Administración Financiera: Fundamentos y Aplicaciones". Prensa Moderna Impresores S.A.

el cálculo de los indicadores de actividad y de rentabilidad, el análisis de los estados de fuentes y usos, el cálculo del Free Cash Flow, el cálculo del costo promedio ponderado del capital (WACC), y la determinación de la destrucción o generación de valor.

1.2.1 Capital de Trabajo.

Por capital de trabajo se entienden "los recursos de corto plazo que un negocio utiliza (Activo Corriente) y es común identificar también el capital de trabajo neto (Activo Corriente – Pasivo Corriente). Sin embargo, en estas cuentas, existe una mezcla de elementos operativos y financieros que es conveniente separar, en el activo corriente se encuentran: el disponible en caja o bancos, así como las inversiones temporales (CDTs, bonos, fondos) que son componentes financieros del capital de trabajo, el resultado líquido que mantiene la empresa debido a lo que sucede con su operación, por ejemplo, el recaudo de la cartera y la venta de inventarios, elementos operativos que también forman parte del capital de trabajo".⁷

El capital de trabajo operativo (KTO) son aquellos recursos que la empresa necesita en el corto plazo para financiar sus gastos y costos de corto plazo, que son de carácter operativo, es decir, que tienen que ver con la razón de ser de la compañía. En síntesis, el KTO es la suma de los inventarios y las cuentas por cobrar.

Y si a este KTO, se le resta las cuentas por pagar de corto plazo (fuente de financiación propia de la operación normal de la compañía), se obtiene el Capital de Trabajo Neto Operativo (KTNO), el cual muestra los recursos que la empresa

⁷ SUAREZ, Claudia Tatiana; CALDERON, Ricardo. "Fundamentos para el diagnóstico de la situación financiera de una empresa". 2005

necesita para su normal operación, pero que deben ser financiados vía deuda o accionistas, ya que la operación por si sola no es capaz de financiarla.

1.2.2 Análisis vertical y horizontal.

El análisis vertical busca identificar y asimilar, de mejor manera, las cifras que arrojan los estados financieros, mostrando "las cifras con mayor concentración de recursos, tanto activas y pasivas, como de patrimonio en el Balance General, y las de ingresos y egresos en el Estado de Resultados".⁸ Esto se da cuando se relaciona cada una de las cuentas de los estados financieros con una cuenta totalizadora, que en el caso del Balance General es la de *Activos Totales*, y para el Estado de Resultados es la de *Ventas Totales*. Las demás cifras de estos estados financieros se enfrentan a estas dos cuentas, según sea el caso, para determinar que tanto aporta cada cuenta al valor total de activos o de ventas.

Este análisis permite validar si la empresa, financieramente, es congruente con la actividad que desarrolla, pues una empresa comercializadora necesita una mayor proporción de inversión en activos corrientes, como inventarios y cuentas por cobrar, que en activos fijos como maquinaria y equipo, o terrenos y edificaciones. Por esto, se hace necesario evaluar la estructura operativa y de financiamiento de la empresa.

La estructura operativa es "la configuración particular de los recursos que han sido invertidos en una empresa. Las decisiones de inversión que han sido tomadas se reflejan en un nivel de activos líquidos (convertibles en efectivo a corto plazo) y una proporción de activos inmovilizados. Igualmente es importante identificar que proporción de los activos se dedican a la operación y los activos de naturaleza financiera".⁹

⁸ *Ibíd.*

⁹ *Ibíd.*

Por su parte, la estructura financiera de una empresa es "la forma específica en que ésta consigue los recursos necesarios para su operación; es el resultado de tomar decisiones de financiación, seleccionando entre alternativas de corto y de largo plazo, alternativas de deuda o recursos de los accionistas. Considerando el horizonte de tiempo en la estructura financiera, se pueden discriminar dos tipos de financiación, la financiación corriente de la operación, constituida por la deuda exigible en el corto plazo; y la financiación con carácter de largo plazo, que nos define la estructura de capital de la empresa, es decir, la configuración de fuentes de financiación de carácter más estable como: Endeudamiento a largo plazo, aportes patrimoniales, utilidades retenidas, etc."¹⁰

El análisis horizontal nos permite ver como han evolucionado las variables de los estados financieros en el tiempo, estableciendo comparaciones entre esa variable y otras que tienen relación directa. Para realizarlo se necesitan dos o más estados financieros presentados en períodos consecutivos, y calcular la variación porcentual de cada una año tras año.

1.2.3 Indicadores Financieros.

Existen varios tipos de indicadores, unos se agrupan bajo los indicadores de actividad, que son los encargados de medir que tan eficiente es la empresa en la utilización de sus activos, según "la velocidad de recuperación de los valores aplicados en ellos".¹¹

Dentro de este grupo sobresale el indicador de *rotación de cartera*, el cual muestra el número de veces promedio que rotan las cuentas por cobrar para un determinado periodo de tiempo.

¹⁰ *Ibíd.*

$$\text{Rotación de Cartera} = \frac{\text{Ventas a Crédito en el periodo}}{\text{Cuentas por cobrar promedio}}$$

Sí la intención es conocer el tiempo promedio de recaudo de cartera, se realiza lo siguiente:

$$\# \text{ de días} = \frac{\text{Cuentas por cobrar promedio} * 360 \text{ días}}{\text{Ventas a Crédito en el periodo}}$$

Otro indicador importante de actividad es la *rotación de inventarios*, el cual se compone de materia prima, productos en proceso y productos terminados, y en la medida en que ésta rotación sea poca o lenta, la empresa incurre en mayores gastos, es decir, se vuelve ineficiente.

$$\text{Rotación de Inventarios} = \frac{\text{Costo de venta}}{\text{Inventarios}}$$

También se puede determinar cada cuántos días rotan los inventarios de la siguiente manera:

$$\# \text{ de días} = \frac{\text{Inventario} * 360 \text{ días}}{\text{Costo de venta}}$$

Otro grupo de indicadores son los de rentabilidad que sirven para medir la efectividad de la empresa para controlar los costos y gastos.

¹¹ ORTIZ ANAYA, Héctor. “Análisis Financiero Aplicado con Ajustes por Inflación”. 9ª. Edición. Universidad Externado de Colombia, 1996.

Dentro de este grupo sobresale el indicador *Margen Bruto*, el cual nos muestra la proporción de utilidades que generan las ventas, es decir, que tanto porcentaje de la ventas se convierten en utilidades.

$$\text{Margen Bruto} = \frac{\text{Utilidad Bruta}}{\text{Ventas Netas}}$$

También contamos con el *Margen Operativo*, el cual nos muestra que tanta utilidad operativa están generando las ventas.

$$\text{Margen Operativo} = \frac{\text{Utilidad Operacional}}{\text{Ventas Netas}}$$

1.2.4 Estado de fuentes y usos.

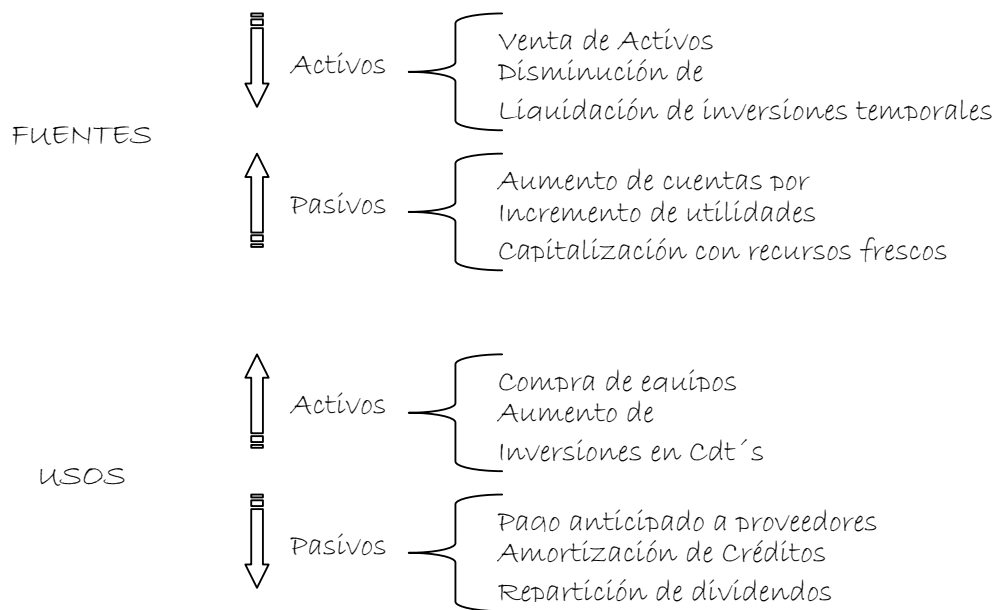
Es un estado financiero que “muestra de dónde provinieron o cuáles fueron las fuentes de recursos a las que la administración recurrió durante un periodo determinado y la forma cómo estos recursos fueron utilizados en las diferentes áreas de operación del negocio”.¹²

La importancia de este estado financiero radica en que sirve “para visualizar la probable expansión de la empresa, las necesidades financieras resultantes y la forma óptima de financiar tales necesidades”.¹³

Las fuentes de recursos se dan vía disminución de activos o incremento de pasivos y/o patrimonio, por su parte, las aplicaciones o usos se reflejan en un aumento de los activos o en una disminución de los pasivos.

¹² LEON GARCIA, Op. cit.

¹³ ORTIZ ANAYA, Op. Cit.



1.2.5 Costo Promedio Ponderado de Capital – WACC.

El costo promedio de capital –WACC- “mide el promedio ponderado de los costos de la fuentes de financiación, como una aproximación a la tasa de interés de oportunidad o a la rentabilidad mínima requerida por un inversionista específico”.¹⁴

Este modelo es el más comúnmente usado para el descuento de flujos de caja de la firma.

$$WACC = \left(K_e \times \frac{E}{D+E} \right) + \left[\left(K_d \times \frac{D}{D+E} \right) \right]$$

Donde:

Ke = Costo del Patrimonio

¹⁴ CRUZ, Juan Sergio; VILLAREAL, Julio; ROSILLO, Jorge. “Finanzas Corporativas: Valoración, política de financiamiento y riesgo”. Editorial Thomson, 2002.

K_d = Costo de la deuda

E = Patrimonio

D = Deuda

1.2.5.1 Costo de la deuda.

Este es el promedio de los costos de cada una de las fuentes de financiación, que usualmente se expresa en términos porcentuales como una tasa de interés efectiva anual. "También se podría definir como la tasa de interés Efectiva Anual que cobran en promedio los prestamistas".¹⁵

En términos generales, el costo de la deuda está determinado por los siguientes factores¹⁶:

- El nivel corriente de las tasas de interés. Se puede decir que a medida que el nivel corriente de tasas de interés aumente, el costo de la deuda para la firma también aumentará.
- El riesgo Default (cesación de pagos de deuda) de la compañía. Si el riesgo Default incrementa, se incrementará el costo por demandar dinero en el mercado. Un camino para medir el riesgo Default de la compañía, es usando la calificación de riesgo (Rating) de los bonos de la firma, así, para una alta calificación (AAA) se obtendrán bajas tasas de interés y ante una baja calificación (B), se incrementará el costo de la deuda para la firma. Si el rating o calificación de los bonos de la firma no están disponibles, como es el caso de los países emergentes, se sugiere hacer benchmarking con otras compañías a las que se les esté cobrando tasas de interés similares por

¹⁵ SUAREZ, Op. Cit.

¹⁶ CRUZ, Op. Cit.

obtener recursos en el mercado y que si tengan una calificación de sus bonos.

1.2.5.2 Costo del Patrimonio.

Para calcular el costo del patrimonio existen varias metodologías, de las cuales sobresale el Modelo CAPM (Capital Asset Price Model), el cual "mide el riesgo en términos de varianza diversificable y relaciona los retornos esperados a esa medida de riesgo. Este modelo establece una relación lineal entre el retorno esperado de un activo y el riesgo sistemático asociado al mercado, partiendo de una tasa libre de riesgo".¹⁷

Este modelo tiene los siguientes supuestos¹⁸:

- 🌐 Los inversionistas tienen expectativas homogéneas a cerca de los retornos y varianzas de los activos.
- 🌐 Los inversionistas pueden prestar o pedir prestado a la tasa libre de riesgo.
- 🌐 Todos los activos son "transables" y perfectamente divisibles.
- 🌐 No existen costos de transacción.
- 🌐 Los retornos están normalmente distribuidos.

$$K_e = R_f + \beta_{\text{patrimonio}} \{ E(R_m) - R_f \}$$

Donde,

K_e = Costo del patrimonio

R_f = Tasa libre de riesgo

$E(R_m)$ = Retorno esperado sobre un índice de mercado

¹⁷ Ibíd.

¹⁸ Ibíd.

$E(R_m) - R_f =$ prima por riesgo de mercado

B = Riesgo sistemático del patrimonio que no puede ser evitado por diversificación.

1.2.6. Generación o Destrucción de Valor.

A partir de la relación entre la rentabilidad del activo y el costo de capital, se llega al que es, tal vez, el principal concepto de las finanzas empresariales: "si la rentabilidad del activo es mayor que el costo de capital, entonces la rentabilidad que el propietario obtiene es superior a la mínima esperada, con lo que su percepción del valor de la empresa se aumenta, es decir, se le genera valor agregado, lográndose con ello el alcance del objetivo básico financiero".¹⁹

Surge así entonces el concepto de valor económico agregado EVA²⁰, que se calcula restándole a la utilidad operativa después de impuestos el costo financiero que implica la posesión de los activos por parte de la empresa destinados a producir dicha utilidad.

¹⁹ GARCIA S, Oscar León: Administración Financiera, Fundamentos y Aplicaciones, 3ra. Edición – 1999.

²⁰ EVA es una marca registrada de Stern Stewart & Co. Firma consultora de EEUU.

2. ANALISIS DE LIQUIDEZ

La importancia, desde el punto de vista de generación de utilidades, cambia un poco con respecto a la importancia en ventas presentada anteriormente entre cada uno de los departamentos que componen la compañía, aunque cómo ya es sabido, en las finanzas modernas, las utilidades no son realmente lo único importante, mucho menos lo es un volumen de ventas per se, así sea creciente, debido a ello es muy necesario evaluar otro tipo de indicadores a través de los cuales se puede tener una mejor y más completa apreciación de la situación financiera de una compañía, ellos son: indicadores de liquidez, indicadores de rentabilidad y de endeudamiento, sin perder de vista la generación de efectivo, pues todos ellos son fundamentales para aumentar el valor de la empresa, lo cual es el objetivo básico financiero de las organizaciones.

BALANCE GENERAL COMPARATIVO A 31 DE DICIEMBRE CAMPESA S.A.²¹

	V% 2001	V% 2002	V% 2003	V% 2004	V% 2005
Disponible	4,8%	1,9%	3,5%	0,7%	5,9%
Inversiones	2,9%	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Deudores	36,9%	43,5%	40,3%	44,9%	53,6%
Inventarios	24,7%	24,4%	25,4%	27,0%	24,1%
Diferidos	1,2%	0,8%	0,9%	0,5%	0,3%
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	70,5%	71,7%	70,2%	73,2%	83,9%
Inversiones	0,7%	1,0%	2,3%	2,7%	2,6%
Deudores Largo Plazo	1,0%	0,6%	0,4%	0,0%	6,5%
Planta y Equipo Neto	24,9%	23,5%	23,2%	18,8%	4,8%
Diferidos	0,5%	1,7%	2,7%	1,5%	1,1%
Valorizaciones	2,4%	1,4%	1,3%	3,9%	1,1%
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	29,5%	28,3%	29,8%	26,8%	16,1%
TOTAL ACTIVO	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Tabla 1. Importancia cuentas activas de Campesa S.A. Años 2001 al 2005.

²¹ Los estados financieros con datos en pesos se encuentra en el anexo No.1 y 2

Revisando los estados financieros de esta compañía para los últimos 5 años, se encuentra que su estructura operativa está alineada con el cumplimiento de su objeto social, pues la importancia del activo corriente dentro del total de activos ha estado por encima del 70% para todos los años, sobresaliendo dentro del activo corriente, la cuenta de deudores y la de inventarios, las cuales tienen una participación dentro del activo total para el año 2005 de 53,6% y 24,1%, respectivamente, evidenciando un comportamiento similar para los años anteriores.

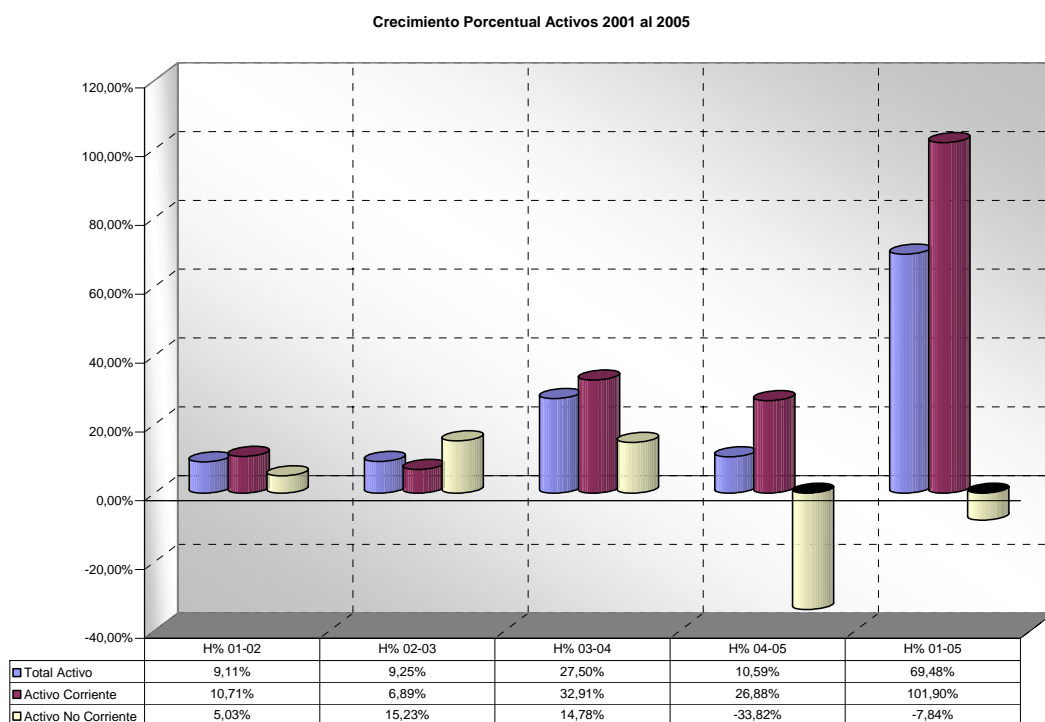


Gráfico 2. Análisis horizontal Activos corrientes, no corrientes y totales, Campesa. Años 2001 al 2005.

2.1 ROTACION DE CARTERA.

Evaluando en primera instancia la liquidez de este concesionario, se observa que las cuentas por cobrar de Campesa S.A. se demoran en recaudarse, en promedio para los 4 últimos años, 30.5 días, mostrando para el 2005 un índice de rotación de cartera de 12,82, lo que significa que la empresa convirtió a efectivo 12.82 veces la suma de \$4.679 millones correspondientes a la cartera promedio. Si se hace abstracción del año 2005, se encuentra que Campesa S.A. se está tomando más días que el promedio del sector para convertir en efectivo sus ventas a crédito, situación que es generada por ineficiencia en el recaudo de la cartera, pues su política de crédito no difiere de la que ofrecen los otros concesionarios.

Cartera.		2001	2002	2003	2004	2005
Campesa S.A.	Rotación de cuentas x cobrar		10,57	10,99	13,19	12,82
	Días		34,1	32,8	27,3	28,1
Promedio del sector	Rotación de cuentas x cobrar		12,85	16,44	13,86	N.D.
	Días		28,0	21,9	26,0	N.D.

Tabla 2. Rotación de cartera Campesa vs. Sector. Años 2001 al 2005.

2.2 ROTACIÓN DE INVENTARIOS.

Por su parte, la rotación de inventarios refleja un comportamiento favorable para Campesa S.A., pues su índice creció el 45,0% entre el 2001 y el 2005, al pasar de 15.35 a 22.26, respectivamente, lo que indica que la compañía ha venido acortando el plazo entre la compra de productos (vehículos, repuestos, etc.) y la venta de los mismos, llegando en el 2005 a tan sólo 16.2 días, reflejo de una mejor gestión comercial, una mejor planeación de las compras e indudablemente por el comportamiento favorable de la demanda en el sector automotriz en el país en los últimos tres años.

Composición Porcentual Activo Corriente 2001 - 2005

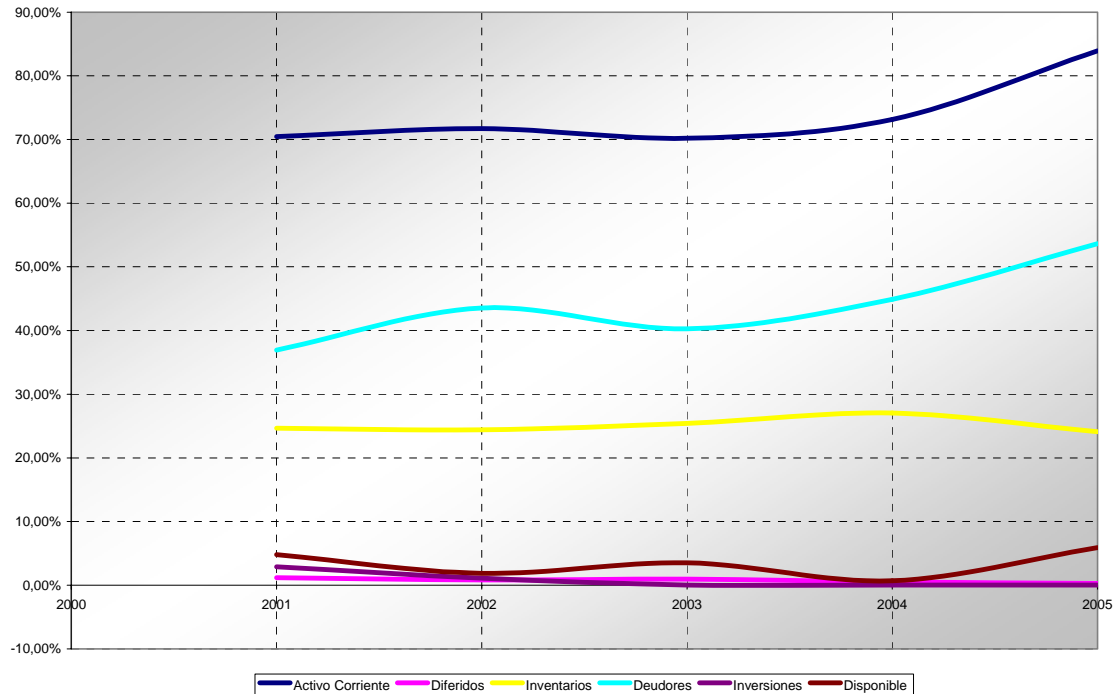


Gráfico 3. Composición del Activo corriente de Campesa y su evolución. Años 2001 al 2005.

Este resultado es todavía más importante si lo comparamos con el promedio del sector, pues para todos los años objeto de estudio, (a excepción del 2005 por falta de información del sector)²², Campesa S.A. ha sido más eficiente en la gestión y manejo de los inventarios, reflejado en el menor número de días que se toma en completar el ciclo de compra y venta de los productos.

Es importante aclarar que en algunos casos, especialmente lanzamientos de vehículos nuevos tales como el Optra o el Aveo en su momento, el producto a nivel nacional es escaso y por ende cuando llega al concesionario los carros ya están vendidos por lo tanto el periodo de permanencia en inventario es muy corto, aquí se refleja el efecto de ser Chevrolet la marca líder del país.

²² Para definir el comportamiento del sector se tomaron los datos de los siguientes concesionarios de la ciudad: Motoreste, Central Motor Hyundai, Sanautos, Mayorautos y Campesa.

De otra parte al comparar el peso porcentual del inventario que maneja el negocio de vehículos sobre el de repuestos, el primero es el 75% del total, esto hace que el impacto de la rotación de vehículos, marque la tendencia del indicador.

Inventarios.		2001	2002	2003	2004	2005
Campesa S.A.	Rotación de Inventarios		15,35	16,52	19,31	22,26
	Días		23,5	21,8	18,6	16,2
Promedio del sector	Rotación de Inventarios		12,36	17,59	13,41	N.D.
	Días		29,1	20,5	26,8	N.D.

Tabla 3. Rotación de Inventarios Campesa vs. Sector. Años 2001 al 2005.

2.3 ROTACIÓN DE CUENTAS POR PAGAR.

En cuanto al indicador de rotación de cuentas por pagar, se deduce que Campesa S.A. es un pagador ejemplar, pues se demora en cumplir con sus compromisos adquiridos, en promedio, 2.1 días en el año 2005, situación que parece ser normal dentro del comportamiento del sector, puesto que para todos los años evaluados, el promedio el sector estuvo inferior a los 3.3 días. Este comportamiento generalizado, se debe principalmente al poco poder de negociación que ostentan los concesionarios locales de vehículos con respecto a las casas matrices o al único distribuidor autorizado de la marca para el país, como sucede con Campesa S.A., pues es concesionario de la Red de GM - Colmotores, quienes exigen que el pago de los vehículos se haga instantáneamente una vez cada uno de ellos sea facturado al cliente final, es decir, los concesionarios no pueden financiarse vía proveedores, por lo menos en cuanto al área de vehículos se refiere, ya que para el área de repuestos GM – Colmotores otorga sesenta días de plazo para pagar sus adquisiciones.

Pagos.		2001	2002	2003	2004	2005
Campesa S.A.	Rotación de Cuentas x pagar	109,65	123,36	210,81	174,83	
	Días	3,3	2,9	1,7	2,1	
Promedio del sector	Rotación de Cuentas x pagar	110,05	161,82	160,72	N.D.	
	Días	3,3	2,2	2,2	N.D.	

Tabla 4. Rotación de Cuentas por Pagar, Campesa vs. Sector. Años 2001 al 2005.

Al comparar los resultados de las rotaciones de CXC y CXP, se observa que ésta última es muy superior a la primera, lo cual en términos estrictos resulta muy nocivo para cualquier organización, pues se pueden generar problemas de liquidez al tener que pagar mucho más rápido de lo que se logra recaudar la cartera. No obstante, en el caso particular de Campesa S.A. esta condición obedece solamente a un manejo contable, puesto que la cartera promedio se incrementa notablemente al final de cada mes y esto es lo que se refleja en los balances de cierre al ser estos como una fotografía de un momento puntual de la operación, sin embargo estos créditos son recobrados en los primeros cinco días del mes siguiente, mediante los desembolsos que hacen las diferentes compañías de financiamiento comercial al concesionario en nombre de cada uno de los clientes que han adquirido vehículo, pues la venta de un automóvil es prácticamente de contado para el concesionario ya que los clientes adquieren la obligación directamente con las compañías de financiamiento comercial.

En este orden de ideas si se generaran balances al día 5 o 6 de cada mes y se calcularan allí las mismas rotaciones los resultados serían muy diferentes.

2.4 CICLO DE CAJA.

Finalmente, se observa que Campesa S.A. ha disminuido su ciclo de caja a través del periodo de estudio, al pasar de 54.2 días a 42.2 días del 2001 al 2005,

respectivamente, en donde, únicamente en el 2004, esta compañía fue más eficiente que el promedio del sector.

Ese comportamiento deja claro que Campesa S.A. requiere mayores recursos para capital de trabajo, pues genera ingresos, por ejemplo, en el 2004, cada 45.9 días, pero paga sus obligaciones cada 1.7 días, lo que en últimas muestra una menor liquidez, que dificulta afrontar la operación normal de la empresa. Por esta razón Campesa S.A. toma deuda con bancos y en una menor proporción con los socios para financiar su capital de trabajo. El principal acreedor de Campesa es el mismo GM – Colmotores, a través de su compañía de financiamiento comercial, General Motors Acceptance – GMAC.

Caja.		2001	2002	2003	2004	2005
Campesa S.A.	Ciclo de caja		54,23	51,63	44,23	42,20
Promedio del sector	Ciclo de caja		53,87	40,14	50,59	N.D.

Tabla 5. Ciclo de caja en días, Campesa vs. Sector. Años 2001 al 2005.

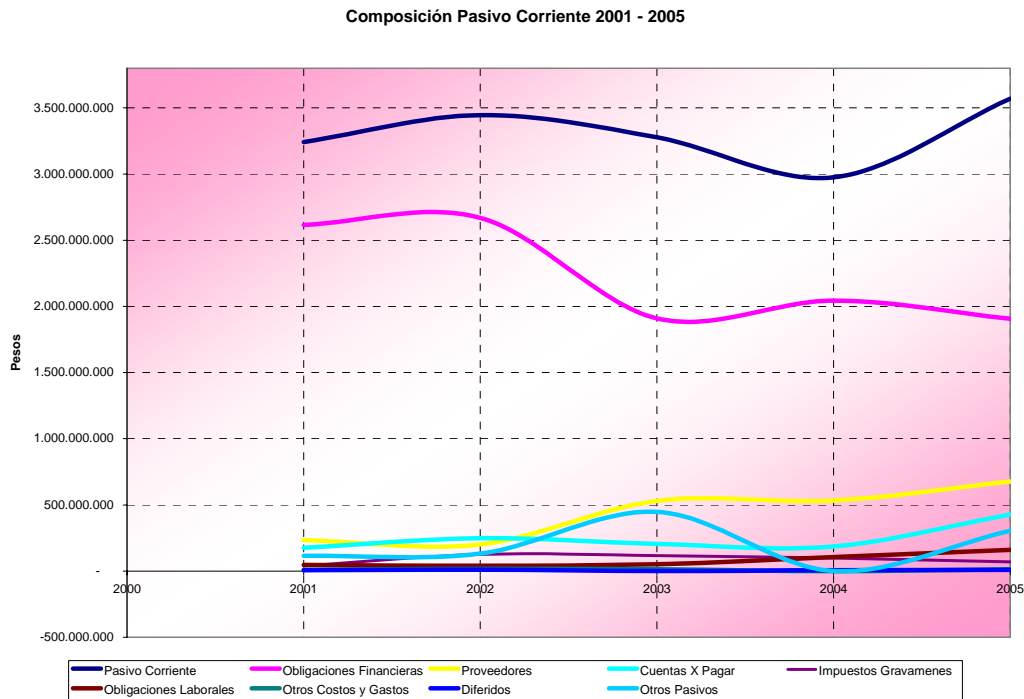


Gráfico 4. Composición pasivo corriente y su evolución, Campesa. Años 2001 al 2005.

3. ANÁLISIS DE LOS MOVIMIENTOS DE EFECTIVO.

Teniendo en cuenta que Campesa S.A. presenta necesidades de capital de trabajo, el cual puede ser financiado mediante la generación de recursos propios, mayor aporte de los accionistas o incremento de la deuda, en este apartado se analiza el origen de los recursos con los que la compañía ha financiado ese mayor capital de trabajo, así como el comportamiento que ha mostrado la generación de efectivo.

3.1 ESTADO DE FUENTES Y APLICACIÓN DE FONDOS.

En el año 2002 Campesa S.A. registró un incremento en el valor del Patrimonio equivalente a 425.6 millones de pesos, explicado, principalmente, por el aumento de la utilidad del ejercicio. Esta variación representó la fuente de recursos más importante para ese año, y su destino más representativo fue para incrementar el volumen de ventas y por ende, de las cuentas por cobrar y de inventarios.

FUENTES 2002		APLICACIONES 2002	
Disminución del Disponible	160.098	Aumento de Deudores	641.878
Disminución de las Inversiones	97.590	Aumento de Inventarios	127.429
Disminución de Deudores Largo Plazo	18.639	Aumento de Inversiones L.P.	21.166
Aumento de Obligaciones Financieras C.P	54.013	Aumento de Planta y Equipo	55.979
Aumento de Cuentas x Pagar	71.724	Disminución de Proveedores	31.788
Aumento de Impuestos x pagar	87.412	Disminución de Obligaciones Laborales	4.911
Aumento de Otros Costos y Gastos x pagar	6.617	Disminución de Obligaciones Financiera L.P	41.830
Aumento de Otros Pasivos	16.012	Aumento de Diferidos (activos L.P.)	79.862
Aumento de Patrimonio	425.690		
Disminución de Diferidos (activos C.P.)	16.140		
Disminución de Valorizaciones	46.637		
Aumento de Diferidos Pasivos	4.270		
Total Fuentes	1.004.843	Total Aplicaciones	1.004.843

Tabla 6. Estado de Fuentes y Aplicaciones Campesa S.A. Año 2002.

En el año 2003, la compañía decidió disminuir sus obligaciones financieras de corto plazo, con cargo al incremento de las obligaciones financieras de largo plazo, pues

estas tuvieron una reducción 759 millones y un incremento de 612 millones de pesos, respectivamente.

FUENTES 2003		APLICACIONES 2003	
Disminución de las Inversiones C.P.	68.788	Aumento Disponible	128.227
Disminución Deudores Largo Plazo	12.607	Aumento Deudores	28.318
Disminución Valorizaciones	189	Aumento Inventarios	217.641
Aumento Proveedores	329.419	Aumento Diferidos	13.449
Aumento Obligaciones Laborales	10.886	Aumento Inversiones L.P.	100.171
Aumento Otros Pasivos	315.200	Aumento Planta y Equipo	113.802
Aumento Obligaciones Financiera L.P.	612.167	Aumento Diferidos	76.341
Aumento Patrimonio	152.279	Disminución Obligaciones Financieras C.P.	759.273
		Disminución Cuentas por Pagar	42.565
		Disminución Impuestos x pagar	8.660
		Disminución Otros Costos y Gastos	2.563
		Disminución Diferidos (pasivos)	10.526
Total Fuentes	1.501.536	Total Aplicaciones	1.501.536

Tabla 7. Estado de Fuentes y Aplicaciones Campesa S.A. Año 2003.

El incremento del endeudamiento financiero de largo plazo se mantuvo para el 2004, al configurarse como la fuente de recursos más importante que tuvo la compañía, principalmente para financiar el incremento en el capital de trabajo, pues los rubros de cuentas por cobrar e inventarios recibieron el 68% de los recursos generados en ese año.

FUENTES 2004		APLICACIONES 2004	
Disminución disponible	187.182	Aumento Deudores	1.198.361
Disminución Diferidos Corriente	21.082	Aumento Inventarios	636.696
Disminución Deudores Largo Plazo	25.236	Aumento Inversiones	76.556
Disminución Diferidos No Corriente	48.932	Aumento Planta y Equipo	54.527
Aumento Obligaciones Financieras C.P.	134.597	Aumento Valorizaciones	253.464
Aumento Proveedores	2.615	Disminución Cuentas por Pagar	18.944
Aumento Obligaciones Laborales	53.261	Disminución Impuestos Gravámenes	19.614
Aumento Diferidos (pasivos)	5.297	Disminución Otros Costos y Gastos	13.519
Aumento Obligaciones Financiera L.P.	1.652.001	Disminución Otros Pasivos	446.393
Aumento Patrimonio	587.871		
Total Fuentes	2.718.074	Total Aplicaciones	2.718.074

Tabla 8. Estado de Fuentes y Aplicaciones Campesa S.A. Año 2004.

Finalmente, en el 2005, las necesidades de capital de trabajo, representadas en los rubros de deudores e inventarios, no pudieron seguir siendo cubiertas en su totalidad por obligaciones financieras ni de largo ni de corto plazo, por tal razón, se

hizo necesario recurrir a otra fuente importante de recursos, como disminución de planta y equipo, para lo cual Campesa S.A. vendió terrenos por valor de más de 1.000 millones de pesos.

FUENTES 2005		APLICACIONES 2005	
Disminución Inventarios	32.351	Aumento Disponible	525.731
Disminución Diferidos Corrientes	18.387	Aumento Deudores	1.291.359
Disminución Planta y Equipo	1.213.079	Aumento Inversiones	22.030
Disminución Diferidos No corrientes	31.726	Total Deudores Largo Plazo	644.000
Disminución Valorizaciones	236.522	Disminución Obligaciones Financieras C.P	137.266
Aumento Proveedores	144.016	Disminución Impuestos Gravámenes	27.930
Aumento Cuentas por Pagar	240.050	Disminución Patrimonio	35.757
Aumento Obligaciones Laborales	55.772		
Aumento Diferidos (pasivos)	3.237		
Aumento Otros Pasivos	303.409		
Aumento Otros costos y gastos	13.187		
Aumento Obligaciones Financiera L.P	392.337		
Total Fuentes	2.684.073	Total Aplicaciones	2.684.073

Tabla 9. Estado de Fuentes y Aplicaciones Campesa S.A. Año 2005.

En conclusión, se encuentra que Campesa S.A., debido a su largo ciclo de caja, ha necesitado financiar su capital de trabajo vía endeudamiento financiero, y más aun, en los últimos tres años, se inclinó por financiarlo a largo plazo, es decir, sus aplicaciones operativas y de corto plazo, han sido cubiertas por fuentes financieras de largo plazo principalmente, y por tanto, la empresa no ha cumplido con el principio de conformidad financiera.

3.2 EBITDA.

Campesa S.A. incrementó su utilidad operativa en 168.8% entre el 2004 y el 2005, al pasar de 126,3 millones a 339,5 millones, respectivamente, crecimiento bastante considerable, pero que no se vio reflejado en un incremento similar en el efectivo generado por la compañía, pues el EBITDA creció 99%, al pasar de 263,7 millones a 524.9 millones.

EFFECTIVO	2001	2002	2003	2004	2005
Utilidad operativa	405,935	597,231	155,018	126,286	339,468
+ Depreciación y amortización	90,727	95,384	101,816	125,955	171,083
+ Provisiones, depreciación y amortización	23,889	24,853	9,735	11,539	14,431
EBITDA	520,551	717,468	266,569	263,780	524,982
Margen EBITDA (Ebitda/ventas)	2.6%	2.7%	0.9%	0.6%	0.9%

Tabla 10. EBITDA Campesa S.A. Años 2001 al 2005.

Esta compañía ha mostrado año tras año poca capacidad para generar efectivo mediante su operación, al presentar un bajo margen EBITDA, que para el 2005 se ubicó en 0.9%, lo que significa que por cada 100 pesos que vende la compañía, únicamente le quedan disponibles 90 centavos para invertir en capital de trabajo, reponer activos fijos, cumplir con sus acreedores y accionistas, razón por la cual Campesa S.A. tiene que contraer deuda cada año.

	H% 01-02	H% 02-03	H% 03-04	H% 04-05
Ingresos Operacionales	31.8%	18.0%	46.1%	32.4%
Utilidad operativa	47.1%	-74.0%	-18.5%	168.8%
EBITDA	37.8%	-62.8%	-1.0%	99.0%

Tabla 11. Variación % Utilidad Operativa vs. EBITDA Campesa S.A. Años 2001 al 2005.

3.3 FLUJO DE CAJA LIBRE.

Después de revisar el EBITDA ya se sabe que la operación normal de Campesa S.A. no genera por si sola el efectivo necesario para cubrir las necesidades de capital de trabajo, reposición de activos fijos y pagar servicio de la deuda y dividendos.

EFFECTIVO	2002	2003	2004	2005
UTILIDAD NETA	387,211	58,036	211,008	87,408
+ Depreciaciones y amortizaciones	120,237	111,551	137,494	185,514
+ Intereses	431,623	560,032	430,894	632,978
FLUJO DE CAJA BRUTO	939,071	729,619	779,396	905,900
- Incremento en KTNO	617,343	-42,639	1,800,725	1,474,676
- Reposición de activos fijos	-	-	-	-
FLUJO DE CAJA LIBRE	321,728	772,258	-1,021,329	-568,776

Tabla 12. Flujo de Caja Libre Campesa S.A. Años 2001 al 2005.

De los 5 años de estudio, solamente en el 2002 y 2003 Campesa S.A. generó un sobrante de efectivo para ser reinvertido en la empresa o para repartirlo entre los accionistas. Situación contraria a la presentada en los dos últimos años, donde la compañía no generó el efectivo que necesitaba y tuvo que obtenerlo vía endeudamiento.

Este comportamiento refleja que el proceso de expansión de Campesa S.A., al invertir mayores recursos en capital de trabajo operativo, no se ha visto acompañado de incrementos en el margen operativo, y mucho menos en el margen EBITDA, lo que nos indica, en primera instancia, que la empresa ha destruido valor en los años de estudio.

4. ANALISIS DE ENDEUDAMIENTO.

La expansión operativa de Campesa S.A. no ha sido financiada por la generación interna de efectivo, ni por un mayor aporte de los accionistas, razón por la cual, se hace necesario revisar y analizar el endeudamiento de esta empresa, la cual presenta un índice de endeudamiento superior al 70% para todos los años bajo análisis, llegando al 74.8% en el 2005. Adicionalmente, cabe resaltar que del total de pasivos, los pasivos corrientes representan el 48% y los no corrientes 52%. En los primeros sobresalen los créditos contratados con GMAC (General Motors Acceptance), y en los segundos, sobresalen los rubros de bancos y préstamos de los socios.

Endeudamiento. Campesa	2001	2002	2003	2004	2005
Índice de endeudamiento (Pasivo total / activo total)	76,6%	72,1%	72,3%	71,7%	74,8%
Promedio del Sector					
Índice de endeudamiento (Pasivo total / activo total)	56,0%	57,7%	51,4%	58,1%	N.D.

Tabla 13. Evolución Índice de endeudamiento, Campesa vs. Promedio del Sector. Años 2001 al 2005.

En este punto, es importante aclarar y explicar una particularidad del negocio de concesionarios, por lo menos de la red de Chevrolet y es la siguiente:

GM – Colmotores no realiza despachos constantes de vehículos a lo largo del mes, sino los va represando, ya sea mientras dure el trámite de importación y nacionalización o el proceso de ensamble mismo, posteriormente se empiezan a despachar la última semana de cada mes, esto hace que las cuantías registradas tanto en las cuentas de deudores clientes que hacen parte del activo corriente y por ende afecta la rentabilidad, como en el pasivo registrado en cuentas por pagar a GMAC, pues esta financiera factura al concesionario los carros antes de despacharlos, sean bastante altas. Adicionalmente las compañías de

financiamiento comercial que son las que prestan el dinero para compra de vehículos a los clientes, tardan de dos a cuatro días en realizar el desembolso al concesionario, mientras se legaliza el proceso de matrícula y entrega del vehículo.

La financiera GMAC, se constituye en el principal socio comercial de los concesionarios de Chevrolet a nivel país, puesto que GM – Colmotores define para cada concesionario y de acuerdo al comportamiento del mercado en los periodos anteriores, así como de la participación de la marca en cada región y del crecimiento de los concesionarios una “cuota” de compras de automóviles la cual se debe cumplir todos los meses, una vez el concesionario ha tratado de seleccionar la mezcla de modelos a comprar, GM – Colmotores los factura a través de un crédito con GMAC denominado “Plan Mayor”, de esta manera, el concesionario asume la deuda con GMAC quien otorga 18 días libres de intereses, a partir de los cuales sí el vehículo no se ha vendido empieza a generar costo financiero con un plazo máximo de seis meses, al cabo de los cuales sí el vehículo continua sin venderse, el concesionario tiene la obligación de pagarlo a GMAC.

Analizando más en detalle el endeudamiento de Campesa S.A., se encuentra que esta compañía presenta un índice de endeudamiento financiero de 9.6% para el año 2005, lo que significa que las obligaciones financieras con bancos equivalen al 9.6% de las ventas. Este comportamiento implicó que en el 2005 Campesa S.A. tuviera que destinar el 1.1% de sus ventas registradas en este año para pagar intereses, y una mayor cantidad los siguientes años, a excepción del año 2002, cuando la compañía no generó la utilidad operativa necesaria para cubrir adecuadamente sus gastos financieros, como lo muestra el indicador de cobertura de intereses.

CAMPESA S.A.	2001	2002	2003	2004	2005
Endeudamiento Financiero (Obligaciones financieras / Ventas netas)	19.4%	14.7%	12.0%	12.2%	9.6%
Impacto de la carga financiera (Gastos financieros / Ventas Netas)	2.9%	1.6%	1.8%	1.0%	1.1%
Cobertura de Intereses (Utilidad operación / Intereses pagados)	0.71	1.38	0.28	0.29	0.54

Tabla 14. Evolución del Índice de endeudamiento financiero, impacto de la carga financiera y cobertura de intereses para Campesa S.A. Años 2001 al 2005.

Esta situación se ve compensada gracias a la generación de los ingresos no operacionales que sumados a los operacionales son suficientes para cubrir los costos y gastos operacionales y los gastos financieros. De estos ingresos no operacionales sobresalen, como ya se explicó anteriormente, los incentivos pagados por GM – Colmotores a Campesa S.A. como por ejemplo:

- Incentivo por penetración regional.
- Incentivo por cumplimiento de cuota de vehículos.
- Incentivo para destrucción de inventario obsoleto.
- Incentivo por sobrecumplimiento de compra en repuestos.

5. ANALISIS DE RENTABILIDAD.

En esta quinta parte se evalúa la rentabilidad generada por la operación de Campesa S.A., o dicho de otra manera la "medida de la productividad de los fondos comprometidos en la empresa"²³. Este análisis es de vital importancia pues de allí se obtienen datos fundamentales que al compararlos con el costo de capital determinarán si el objetivo básico financiero se cumple o no para ésta compañía.

ESTADO DE RESULTADOS CAMPESA S.A. 2001 al 2005

	V% 2001	V% 2002	V% 2003	V% 2004	V% 2005
Ingresos Operacionales	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costos de Venta	88,69%	88,11%	89,61%	89,90%	89,48%
Utilidad Bruta	11,31%	11,89%	10,39%	10,10%	10,52%
Gastos Operacionales Admón.	2,44%	2,16%	2,35%	2,59%	2,15%
Gastos Operacionales Ventas	6,84%	7,45%	7,54%	7,23%	7,81%
Total de Gastos	9,27%	9,61%	9,89%	9,83%	9,95%
Utilidad Operacional	2,04%	2,27%	0,50%	0,28%	0,57%
Ingresos No Operacionales	1,31%	1,09%	1,40%	1,48%	1,85%
Gastos No Operacionales	3,15%	1,89%	2,00%	1,13%	2,13%
Corrección Monetaria	0,18%	0,10%	0,42%	0,22%	0,22%
Utilidad Antes Impuesto	0,38%	1,57%	0,32%	0,84%	0,50%
Provisión Impuesto Renta Tasa Impositiva	0,10%	0,10%	0,14%	0,38%	0,36%
Utilidad del Ejercicio	0,28%	1,47%	0,19%	0,47%	0,15%

Tabla 15. Variación Estado de Resultados Campesa. Años 2001 al 2005.

5.1 RENTABILIDAD OPERATIVA.

²³ GARCIA S, Oscar León: Administración Financiera, Fundamentos y Aplicaciones, 3ra. Edición – 1999.

Campesa S.A. presenta una rentabilidad operativa decreciente entre el 2001 y el 2004, al pasar de 6.9% a 1.4%, para estos años, y tan sólo en el 2005 se evidencia una recuperación en el indicador al ubicarse en ese año en 3.4%

Esta baja rentabilidad sugiere revisar la estructura de costos y gastos tanto operativos como administrativos, encontrando que la causa de este fenómeno esta en que los ingresos operativos crecieron el 200,79% entre el 2001 y el 2005, mientras que los costos de venta lo hicieron en mayor proporción (203,47%) y los gastos operativos de ventas aumentaron en un 243,37% para el mismo periodo, lo que en últimas generó una reducción del 16,37% en la utilidad operativa que unido a un incremento de 69.48% en los activos, redundó en el deterioro de este indicador.

Rentabilidad.	2001	2002	2003	2004	2005
CAMPESA S.A.					
Rentabilidad Operativa (Utilidad Operativa / Activos)	6,9%	9,3%	2,2%	1,4%	3,4%
PROMEDIO DEL SECTOR					
Rentabilidad Operativa (Utilidad Operativa / Activos)	8,8%	10,2%	11,5%	12,3%	N.D

Tabla 16. Rentabilidad Operativa, Campesa vs. Promedio del Sector. Años 2001 al 2005.

**Crecimiento Porcentual Ingreso Operacional - Costo de Venta - Utilidad Bruta
Años 2001 - 2005.**

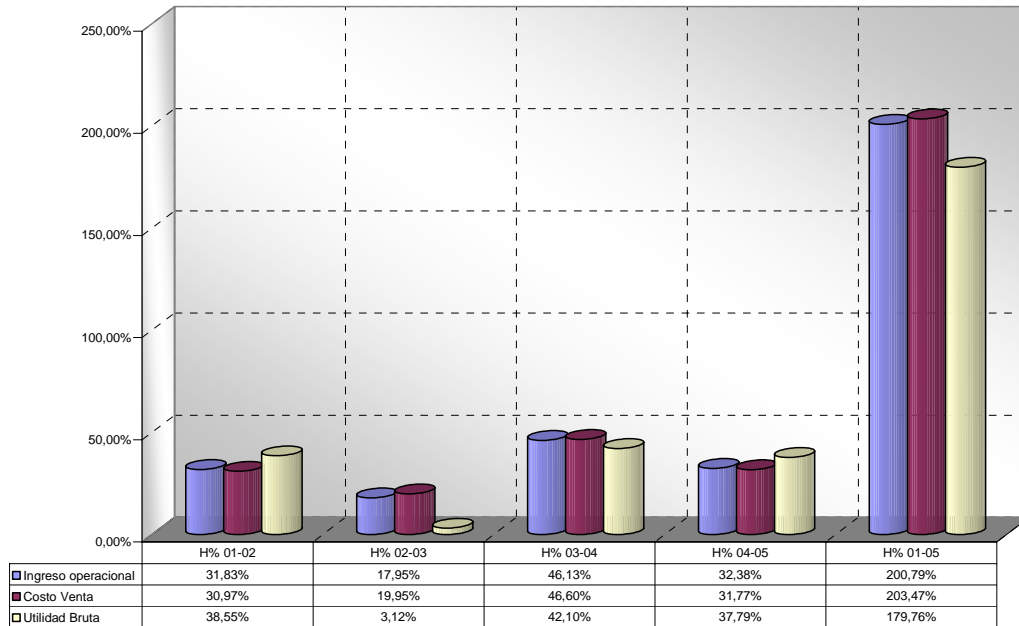


Gráfico 5. Análisis horizontal, Ingreso operacional, Costo de venta y Utilidad bruta, Campesa Años 2001al 2005.

**Crecimiento Porcentual Gastos Operativos y Utilidad Operacional
Años 2001 - 2005**

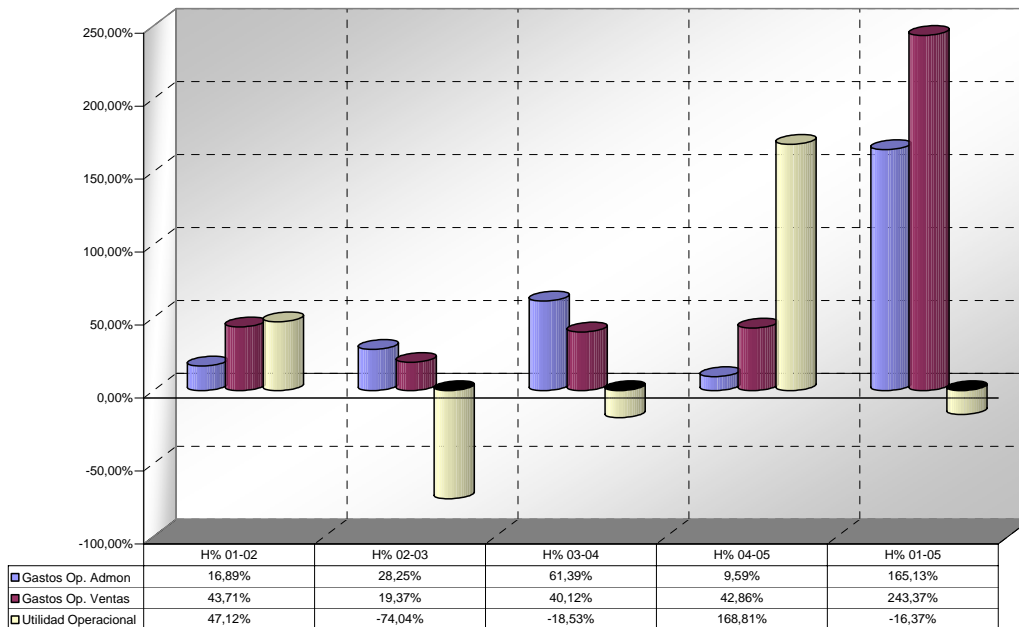


Gráfico 6. Análisis horizontal Gastos operativos de administración y ventas, utilidad operacional, Campesa. Años 2001 al 2005.

5.2 RENTABILIDAD DEL ACTIVO ANTES DE IMPUESTOS.

Por su parte, la rentabilidad del activo antes de impuestos no muestra una tendencia clara, situación que se origina en la importancia que tienen los ingresos y egresos no operacionales en los resultados financieros de la compañía.

Rentabilidad.	2001	2002	2003	2004	2005
Campesa					
Rentabilidad del Activo A.I. (Utilidad A.I. / Activos)	1,3%	6,4%	1,4%	4,3%	3,0%
<hr/>					
Promedio del Sector					
Rentabilidad del Activo A.I. (Utilidad A.I. / Activos)	4,7%	8,4%	8,8%	10,3%	N.D.

Tabla 17. Rentabilidad Activo antes de Impuestos, Campesa vs. Promedio del Sector. Años 2001 al 2005.

En la cuenta de ingresos no operacionales de Campesa S.A. se contabilizan los incentivos trimestrales otorgados por GM – Colmotores, a los cuales se tiene derecho por el cumplimiento de algunas metas de gestión administrativa, como son: la penetración regional, el cumplimiento de la cuota de compras acordada, entre otras; también allí van las comisiones obtenidas por colocación de créditos o venta de pólizas de seguros, garantías extendidas, etc.

Ingresos - Egresos No Operacionales Vs. Utilidad Antes Impuestos
Años 2001 - 2005

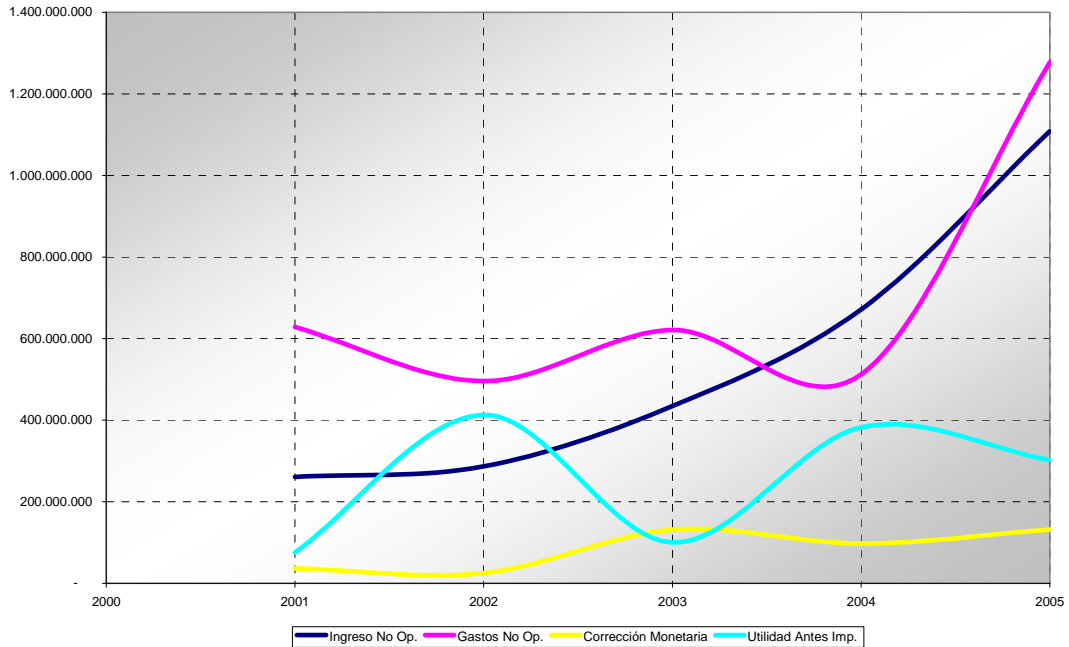


Gráfico 7. Comportamiento de Ingresos y Egresos no Operacionales, Utilidad antes de Impuestos.

En el gráfico anterior se nota el comportamiento de las ya mencionadas cuentas no operacionales para Campesa S.A. desde el año 2001 al 2005. También es interesante mirar porcentualmente esa misma evolución en el tiempo, la cual se puede ver en el siguiente gráfico.

**Crecimiento Ingresos - Gastos No Operacionales Vs. Utilidad Antes de Impuestos
Años 2001 - 2005.**

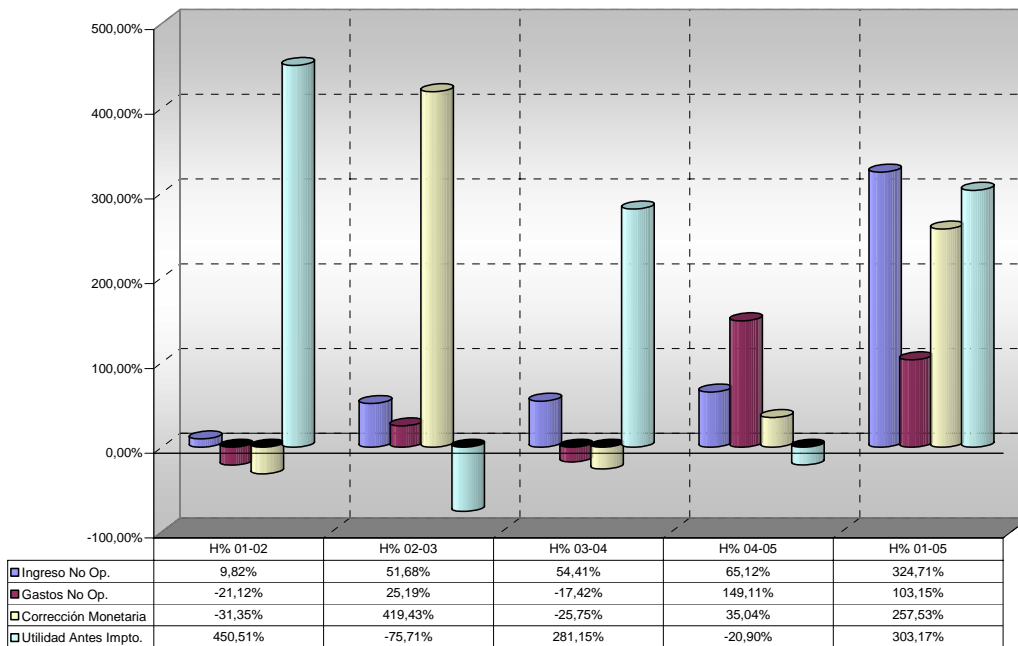


Gráfico 8. Análisis horizontal Ingresos y Egresos no Operacionales, Utilidad antes de Impuestos, Campesa. Años 2001 al 2005.

5.3 RENTABILIDAD NETA DEL ACTIVO.

En cuanto a rentabilidad neta del activo, se observa que Campesa S.A. ha alcanzado rentabilidades netas inferiores a las logradas por el promedio del sector para todos los años del periodo en consideración. Vale la pena anotar que este indicador es menos volátil para el sector, mientras que en el caso de Campesa las fluctuaciones son bastante altas, es necesario tener en cuenta que hay dos elementos que juegan un papel importante en esa volatilidad, ellos son: por un lado la naturaleza de los gastos, diferenciados entre deducibles o no deducibles y por otro, el hecho de que para recibir beneficio de auditoria por parte de la DIAN, se asume una tasa impositiva superior al promedio, este es el caso de Campesa S.A. para el año 2005.

Rentabilidad.	2001	2002	2003	2004	2005
Campesa					
Rentabilidad Neta del Activo (Utilidad Neta / Activo)	0,9%	6,0%	0,8%	2,3%	0,9%
Promedio del Sector					
Rentabilidad Neta del Activo (Utilidad Neta / Activo)	3,0%	6,0%	4,8%	6,5%	N.D.

Tabla 18. Rentabilidad Neta del Activo, Campesa vs. Promedio del Sector. Años 2001 al 2005.

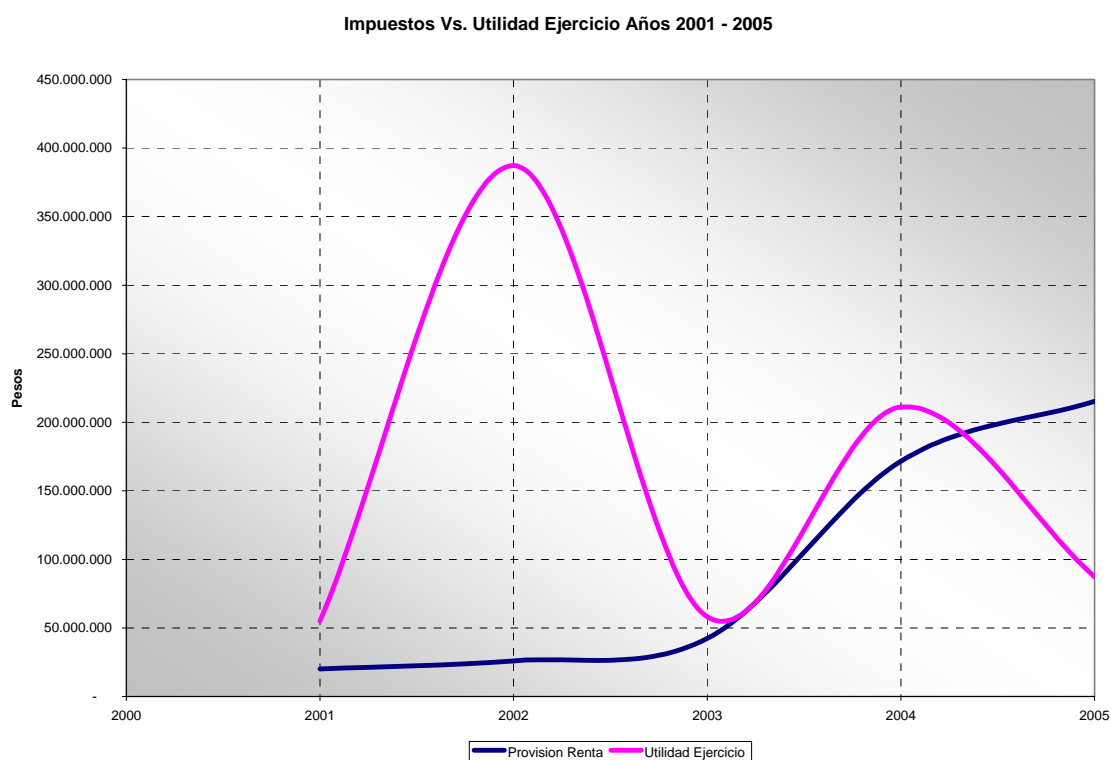


Gráfico 9. Utilidad Neta vs. Provisión de Impuesto de Renta, Campesa. Años 2001 al 2005.

En conclusión, Campesa S.A. por cada 100 pesos invertidos en activos ha venido produciendo los siguientes valores:

Rentabilidad.	2001	2002	2003	2004	2005
Campesa					
Rentabilidad Neta de Activos (\$)	0,9	6,0	0,8	2,3	0,9
Sector					
Rentabilidad Neta de Activos (\$)	3,0	6,0	4,8	6,5	N.D.

Tabla 19. Productividad en pesos por cada 100 pesos de inversión en activos, Campesa. Años 2001 al 2005.

5.4 ANÁLISIS DE MÁRGENES.

Para concluir con la evaluación de la rentabilidad de activos, es importante tener en cuenta el comportamiento de los márgenes.²⁴

CAMPESA	2001	2002	2003	2004	2005
Ingresos Operacionales	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Costos de Venta	88,7%	88,1%	89,6%	89,9%	89,5%
Margen Bruto	11,3%	11,9%	10,4%	10,1%	10,5%
Gastos Operacionales Admón.	2,4%	2,2%	2,3%	2,6%	2,1%
Gastos Operacionales Ventas	6,8%	7,5%	7,5%	7,2%	7,8%
Margen Operacional	2,0%	2,3%	0,5%	0,3%	0,6%
Ingresos No Operacionales	1,3%	1,1%	1,4%	1,5%	1,8%
Gastos No Operacionales	3,2%	1,9%	2,0%	1,1%	2,1%
Corrección Monetaria	0,2%	0,1%	0,4%	0,2%	0,2%
Margen Antes Impuestos	0,4%	1,6%	0,3%	0,8%	0,5%
Provisión Impuesto Renta	0,1%	0,1%	0,1%	0,4%	0,4%
Margen Neto	0,3%	1,5%	0,2%	0,5%	0,1%

Tabla 20. Comportamiento diferentes márgenes, Campesa. Años 2001 al 2005.

²⁴ GARCIA S, Oscar León: Administración Financiera, Fundamentos y Aplicaciones, 3ra. Edición – 1999.

PROMEDIO DEL SECTOR	2001	2002	2003	2004
Ingresos Operacionales	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Costos de Venta	88,9%	88,2%	87,7%	87,7%
Margen Bruto	11,1%	11,8%	12,3%	12,3%
Gastos Operacionales Admón.	2,8%	2,7%	2,6%	2,5%
Gastos Operacionales Ventas	5,4%	6,3%	7,3%	7,1%
Margen Operacional	2,8%	2,9%	2,4%	2,8%
Ingresos No Operacionales	1,0%	0,9%	0,6%	0,7%
Gastos No Operacionales	2,5%	1,3%	1,3%	1,2%
Corrección Monetaria	0,2%	0,1%	0,2%	0,2%
Margen Antes Impuesto	1,5%	2,4%	1,8%	2,3%
Provisión Impuesto Renta	0,5%	0,6%	0,8%	0,9%
Margen Neto	1,0%	1,7%	1,0%	1,5%

Tabla 21. Comportamiento diferentes márgenes, Promedio del Sector. Años 2001 al 2004.

Al comparar cada uno de los márgenes obtenidos por Campesa Vs. Los alcanzados por el promedio del sector, se nota que los costos de venta para Campesa especialmente en los años 2003, 2004 y 2005 fueron superiores; de entrada esto hace que el margen bruto de la compañía sea inferior y este factor, como ya se explicó, no está totalmente bajo el control de la administración del concesionario.

De otra parte, los gastos operacionales de ventas en Campesa también son bastante altos, factor que lesiona el margen operacional, sobre todo en los últimos tres años, afectando por ende la rentabilidad operativa del activo. Adicionalmente, los egresos no operacionales de Campesa son muy elevados y a pesar de que los ingresos no operacionales han venido creciendo, estos no alcanzan a compensar el margen antes de impuestos, impactando negativamente la rentabilidad del activo antes de impuestos.

En conclusión, Campesa S.A. ha realizado una mala gestión de control y reducción de gastos operacionales y no operacionales, no se incluye el manejo de los costos de venta pues están fuera del control autónomo de la compañía, debido a que en los costos de ventas se refleja solamente el costo neto de los vehículos, siendo éste fijo y definido por GM Colmotores, representando aproximadamente el 90% de los costos totales.

5.5 RENTABILIDAD DEL PATRIMONIO.

Por último, se analiza la rentabilidad del patrimonio observando que a excepción de los resultados obtenidos en el año 2002, Campesa S.A. siempre ha mostrado una rentabilidad del patrimonio inferior a la registrada por el promedio del sector.

Rentabilidad.	2001	2002	2003	2004	2005
Campesa.					
Rentabilidad de Patrimonio A.I. (Utilidad A.I. / Patrimonio)	5,5%	23,0%	5,1%	15,1%	12,1%
Promedio del Sector					
Rentabilidad de Patrimonio A.I. (Utilidad A.I. / Patrimonio)	10,7%	19,9%	18,1%	24,5%	N.D.

Tabla 22. Rentabilidad del Patrimonio antes de impuestos, Campesa vs. Promedio del Sector. Años 2001 al 2005.

Campesa	2001	2002	2003	2004	2005
Rentabilidad Neta de Patrimonio (Utilidad Neta / Patrimonio)	4,0%	21,5%	3,0%	8,3%	3,5%
Promedio del Sector					
Rentabilidad Neta de Patrimonio (Utilidad Neta / Patrimonio)	6,9%	14,3%	9,8%	15,5%	N.D.

Tabla 23. Rentabilidad neta del Patrimonio, Campesa vs. Promedio del Sector. Años 2001 al 2005.

Composicion Patrimonio 2001 al 2005

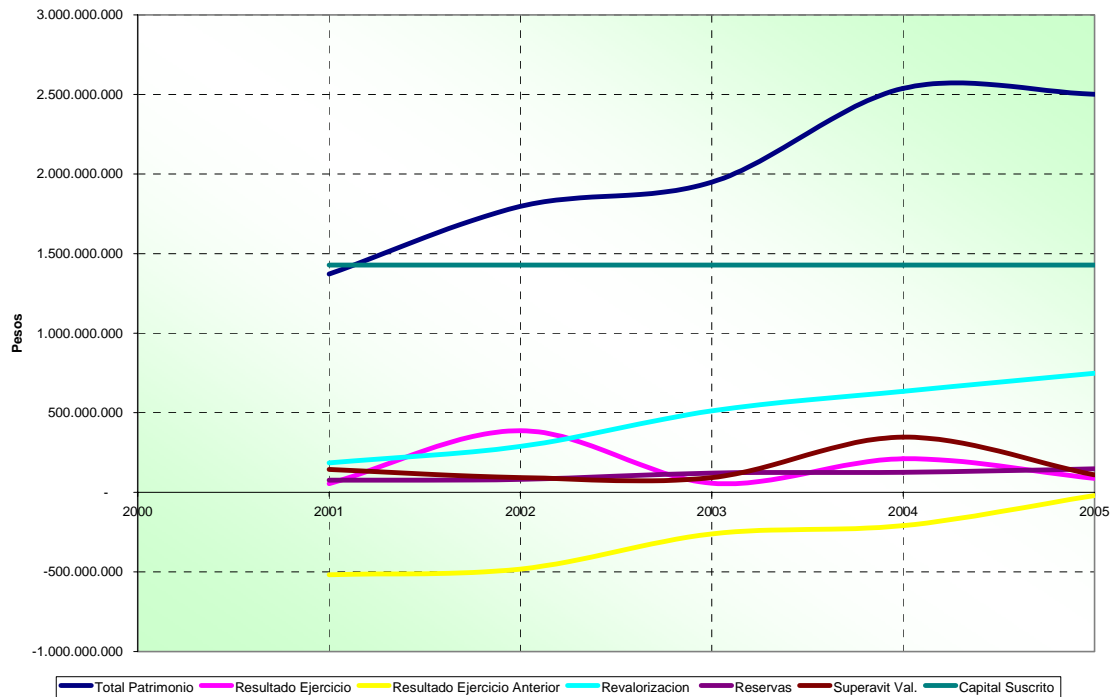


Gráfico 10. Composición del Patrimonio y su evolución, Campesa. Años 2001 al 2005.

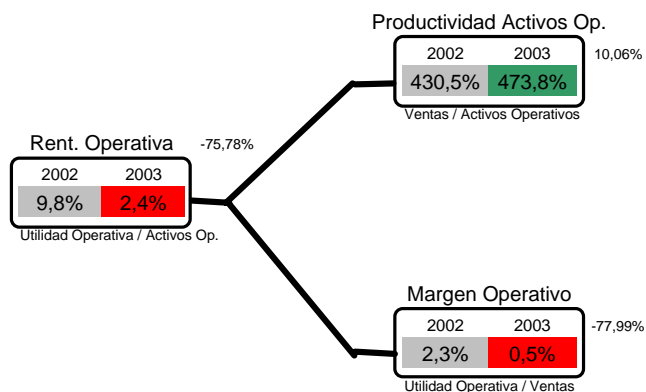
Después de este análisis de rentabilidad, podemos encontrar preliminarmente que Campesa S.A. no está cumpliendo con la esencia de los negocios, pues año tras año ha venido contratando deuda con terceros a una tasa superior al rendimiento que produce la inversión en activos, lo que determina una menor retribución para los accionistas, quienes están asumiendo un riesgo mucho mayor, y por lo tanto, esperarían obtener una mayor rentabilidad que los acreedores de la compañía.

Rentabilidad	2001	2002	2003	2004	2005
Rentabilidad del patrimonio antes de imp. (Utilidad antes de imp./ patrimonio)	5.5%	23.0%	5.1%	15.1%	12.1%
Rentabilidad del activo operativo (Utilidad operativa / activos)	6.9%	9.3%	2.2%	1.4%	3.4%
Tasa de interés pasivos (i)	14.72%	11.14%	15.03%	7.82%	10.97%

Tabla 24. Esencia de los negocios. Campesa S.A. - Años 2001 al 2005

5.6 SEÑALES DE PELIGRO.

De los diferentes indicadores de rentabilidad analizados anteriormente, resulta primordial enfatizar en el de rentabilidad del activo operativo, pues presenta un indicador de 9.3% para el 2002, y posteriormente este disminuye a 2.2% y 1.4%, para los años 2003 y 2004, respectivamente, encontrando sólo hasta el 2005 una leve recuperación del indicador al llegar a 3.4%, situación, que sin embargo, continua estando por debajo de la rentabilidad registrada en el año 2002 y resulta más preocupante cuando se comparan estas tasas de productividad contra el costo de los recursos de financiación, como se mostró en la Tabla 16, esencia de los negocios.

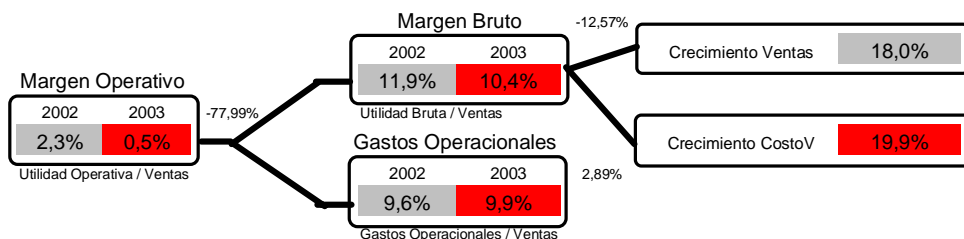


El análisis de rentabilidad en este punto, toma los activos operativos, es decir, aquellos que están relacionados con la operación normal de Campesa S.A., para lo cual fue necesario restar todos los activos que son de carácter financiero y no

operativo al rubro de activos totales, como disponible, inversiones temporales, valorizaciones, entre otras.

En este orden de ideas, en cuanto a la rentabilidad de Campesa S.A. se encuentra que la operativa experimentó un decrecimiento del 75.8%, entre el 2002 y 2003, al pasar de 9.8% al 2.4%, respectivamente. Esta caída obedeció a una disminución del margen operativo, el cual pasó de 2.3% a 0.5%, para los mismo años, debido principalmente a que para el año 2003 tanto los costos de ventas como los gastos de venta y de administración se incrementaron, con respecto al año

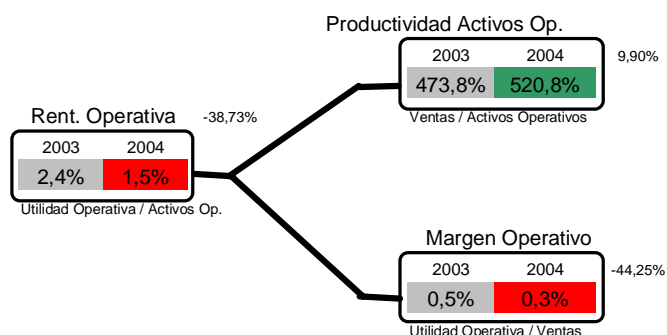
inmediatamente anterior, por encima del incremento en el nivel de ingresos para esos mismos años.



Este deterioro se debe por un lado, a la cada vez más agresiva competencia y entrada de diversas marcas al escenario comercial del sector automotriz, lo cual ha llevado a GM – Colmotores a no incrementar los precios al público pero a su vez ellos no quieren sacrificar por ninguna razón sus márgenes por lo tanto la compensación la hacen en detrimento de los márgenes de los concesionarios, pues el costo de ventas si se aumenta, impactando negativamente el margen bruto. Por otro lado se puede decir que faltó efectividad por parte del equipo de gerencia de la organización para incrementar los ingresos a una rata superior a sabiendas que los costos de ventas están fuera de su control.

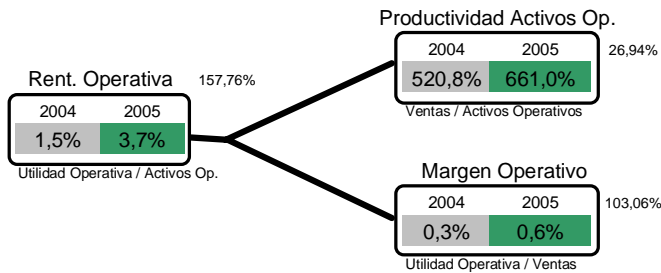
De la misma manera debió controlarse con mayor contundencia el incremento de los gastos, todo lo anterior no fue compensado con una considerable mejora en el nivel de productividad de los activos operacionales, indicador que creció tan sólo un 10%, frente a un decrecimiento del margen operativo de 77%.

Para el 2004, se encuentra un deterioro aun mayor de estos indicadores, pues la rentabilidad operativa cayo el 38.7% al llegar a 1.5%, explicado, nuevamente, por una disminución importante en el margen operativo, producto



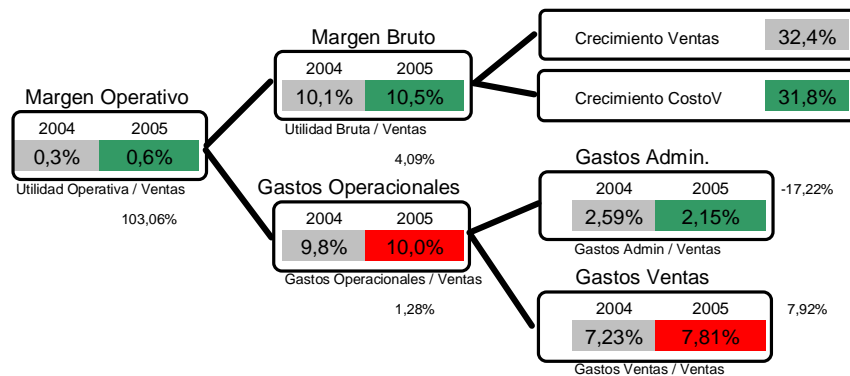
de un incremento de los ingresos operacionales de 46.13%, resultado inferior al

incremento de 46.60% experimentado en los costos, que sumados al incremento de 45.16% en los gastos, determinaron una disminución en la utilidad operativa de 18.53%.



Finalmente, se encuentra que tan sólo en el año 2005, se evidenció una mejor gestión del equipo de dirección de Campesa S.A., pues a pesar de que la

política de GM en cuanto a costos de venta se sostiene, se logró un incremento en los ingresos operacionales del 32.4% mientras que los costos lo hicieron en el 31.8%, así mismo, para este año se logró un control efectivo de los gastos operacionales de administración, pues éstos se incrementaron tan sólo el 9.5%.



Finalmente, solo resta en este momento, recomendar a la dirección de la compañía revisar muy bien el rubro de de egresos no operacionales, que en últimas es la deducción más significativa con efecto directo y en contra de una mejor rentabilidad para los accionistas.

6. GENERACIÓN O DESTRUCCIÓN DE VALOR.

Después de haber realizado el anterior recorrido evaluando los diferentes indicadores de liquidez, endeudamiento, y rentabilidad, así como de haber revisado la generación de efectivo de Campesa S.A. se llega al apartado que resume y ratifica los datos presentados anteriormente y es precisamente en el que se hace el cálculo del EVA®²⁵ "Economic Value Added" para la compañía desde el año 2001 al 2005. Lo fundamental de este indicador es que es un concepto directamente asociado con el objetivo básico financiero²⁶

EVA®				
2001	2002	2003	2004	2005
-489.180.902	-344.140.200	-679.846.638	-724.213.095	-565.780.020

Tabla 25. Generación o destrucción de valor – Campesa S.A.

Tal como lo resume la tabla anterior, la compañía no ha cumplido el objetivo de generar valor agregado para los propietarios en ninguno de los años analizados. Tomando el año 2001 como base, se nota que en el 2002 se presentó una leve mejora al reducirse en el 29,6% la destrucción de valor, sin embargo en el 2003 la tendencia se invierte fuertemente y la destrucción de valor se incrementa en un 97,5% con respecto al año inmediatamente anterior y en un 39% comparándolo con el año base. En el año 2004 el resultado es aún peor y se aumenta la destrucción de valor en un 6,5% con referencia al 2003 y en el 48% con respecto al 2001. Finalmente para el año 2005, se logra una insipiente mejora al reducir la destrucción de valor en un 21,9% en relación al 2004, no obstante esa cifra sigue siendo superior en un 15,7% al resultado del año base.

²⁵ EVA es una marca registrada de Stern Stewart & Co. Firma consultora de los Estados Unidos.

Generación o Destrucción de Valor - Campesa S.A. 2001 al 2005.

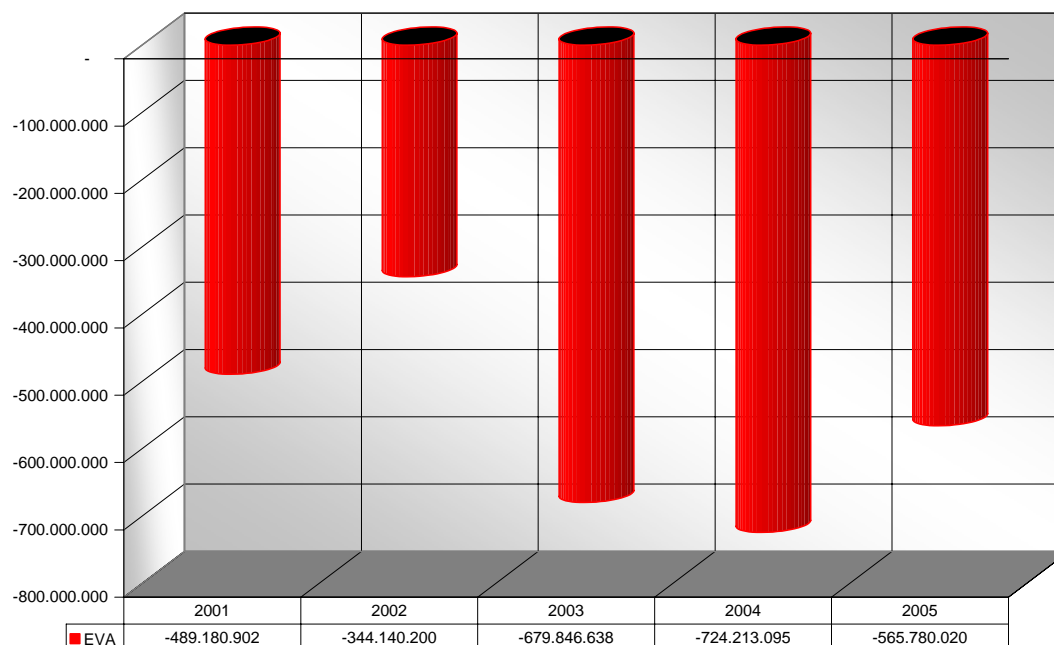


Gráfico 11. EVA – Campesa S.A.

En ese orden de ideas, se puede afirmar que Campesa S.A. no está generando recursos por si misma que le permitan garantizar su crecimiento y por lo tanto cualquier expansión debe ser realizada vía endeudamiento y teniendo en cuenta los siguientes costos de financiación históricos:

	Años				
	2001	2002	2003	2004	2005
Costo de la deuda	14,72%	11,14%	15,03%	7,82%	10,97%
Tasa Impositiva	26,74%	6,29%	42,18%	44,85%	71,12%
Costo Deuda despues Imptos	10,78%	10,44%	8,69%	4,31%	3,17%
Costo del patrimonio	28,94%	30,16%	26,28%	23,96%	22,46%
WACC	15,03%	15,94%	13,56%	9,86%	8,03%

Tabla 26. Costos de Financiación – Campesa S.A.

²⁶ GARCIA S, Oscar León: Administración Financiera, Fundamentos y Aplicaciones, 3ra. Edición – 1999.

Costos de Financiación - Campesa 2001 al 2005

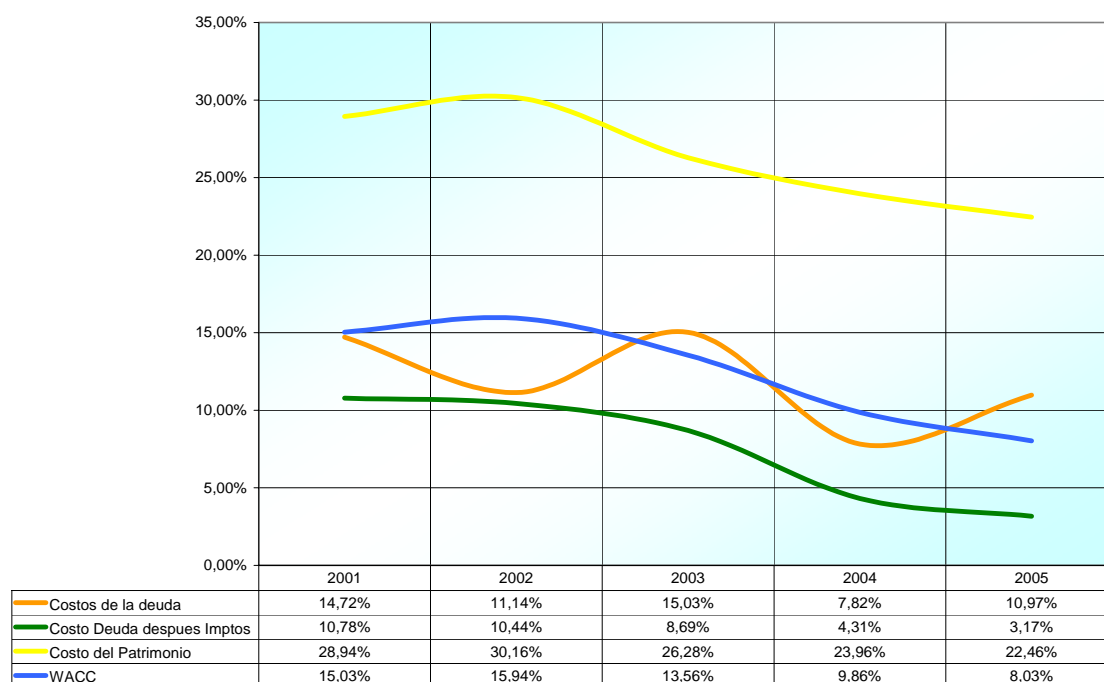


Gráfico 12. Costo de Financiación – Campesa S.A.

A pesar de que el costo de capital promedio ponderado "WACC"²⁷ ha mostrado una tendencia favorable al reducirse para todos los años excepto el 2002, esto no ha sido suficiente en razón a que el monto invertido en activos se ha incrementado de una manera muy acelerada.

Capital				
2001	2002	2003	2004	2005
5.232.793.800	5.670.666.713	5.675.840.000	8.050.309.000	8.269.623.000

Tabla 27. Capital Invertido en Activos Operativos – Campesa S.A.

²⁷ El WACC se calculó teniendo en cuenta: los rendimientos de mercado en EEUU reflejados en el índice S&P 500; como tasa libre de riesgo se tomó la de los bonos del tesoro americano a 10 años y posteriormente se trasladaron a Colombia teniendo en cuenta el diferencial de inflaciones de ambos países para cada uno de los años objeto de análisis; el factor Beta se tomó para el sector automotriz de EEUU según la clasificación del profesor Aswath Damodaran – NYU.

En razón a lo anterior, los cargos de capital siempre han sido superiores a la UODI (Utilidad operativa después de impuestos) para cada año.

Cargo por Capital				
2001	2002	2003	2004	2005
786.553.775	903.785.150	769.471.414	793.861.541	663.830.780

UODI				
2001	2002	2003	2004	2005
297.372.873	559.644.950	89.624.776	69.648.446	98.050.760

Tabla 28. Cargos por Capital Vs. UODI – Campesa S.A.

Al revisar los datos de la Tabla 29, es muy evidente el gran desequilibrio que existe entre los montos de la UODI y de los cargos por capital alcanzando en el año más crítico (2004), a ser 11 veces más grande el cargo por capital que la UODI, cuando lo mínimo esperado es que la relación fuera de uno a uno para no destruir valor; siendo deseable que la UODI siempre fuera superior para empezar a generar valor agregado.

El verdadero problema de Campesa lo constituye en primera instancia el altísimo valor de los gastos operacionales que constituyen en promedio para todos los años el 98,87% del total del ingreso operacional y han venido creciendo más rápido que este último.

Ingreso Operacional				
2001	2002	2003	2004	2005
19.937.597.433	26.283.883.649	31.001.843.000	45.302.505.000	59.970.700.000

Gasto Operacional				
2001	2002	2003	2004	2005
19.531.662.635	25.686.653.029	30.846.825.000	45.176.219.000	59.631.232.000

Tabla 29. Ingreso Operacional Vs. Gasto Operacional – Campesa S.A.

En segunda instancia, otro elemento considerado como problema es el también alto nivel de recursos invertidos en activos, lo cual genera altos cargos por capital.

Activos que como ya se mostró en el apartado de indicadores de rentabilidad no generan una productividad superior al costo de su financiación.

Por lo tanto, mientras no se rompan las tendencias mostradas en los aspectos que están bajo control de la administración de la compañía se considera imposible que Campesa S.A. genere valor para sus accionistas y garantice sus posibilidades de expansión y crecimiento por si misma, cumpliendo con el objetivo básico financiero, el cual no se logró en ninguno de los años analizados.

CONCLUSIONES.

1. Campesa S.A. no ha cumplido el objetivo básico financiero en el periodo analizado, año 2001 al año 2005, pues ha destruido valor en cada anualidad, y así mismo, no esta cumpliendo con la esencia de los negocios, pues toma deuda a una tasa superior a la que rentan sus inversiones en activos.
2. En términos de volumen de ventas y generación de utilidades, la evolución ha sido positiva, sin embargo, no se ha generado el suficiente ingreso operacional asociado al nivel de costos y gastos para garantizar el aumento del valor de la compañía. Este resultado es aun más preocupante si analizamos la generación de efectivo real, pues Campesa S.A. no genera el efectivo necesario para financiar su operación, el incremento en capital de trabajo, la reposición de activos fijos, y para hacer frente a las acreencias de las entidades financieras y de los socios.
3. Debido a lo anterior, la compañía mantiene un nivel de endeudamiento muy alto comparado con el promedio del sector, lo cual puede enviar señales de alerta a las entidades financieras en razón del alto riesgo que representa la poca participación de los accionistas en la estructura financiera de la compañía.
4. El control de gastos tanto operativos como administrativos ha sido deficiente, pues estos han crecido a una mayor tasa que los ingresos, generándose el deterioro de la rentabilidad año tras año, con excepción del 2005, año en el cual, sin ser optima, se observa alguna mejora.

5. El monto de dinero invertido en activos operativos (cartera e inventarios) es bastante alto comparado con el nivel de utilidad operativa generada, por lo tanto la rentabilidad de esa inversión no resulta atractiva y lo que es peor, resulta inferior al costo de su financiación.

6. Se observa que a pesar de cumplir con los presupuestos de principio de año, los resultados no son los mejores debido a que el proceso de presupuestación ha desconocido la generación de valor agregado como su objetivo primario.

RECOMENDACIONES.

1. Se recomienda efectuar un ajuste presupuestal inmediato y deberá realizarse en reuniones de trabajo semanales en donde tomen parte activa, los gerentes de área, el gerente general y la directora de contabilidad.
2. Es fundamental mejorar el proceso de elaboración de presupuestos y considerar la rentabilidad y la generación de valor como objetivos de ese proceso, para lograr alinear los esfuerzos operativos hacia la ejecución de acciones concretas orientadas al logro de la maximización de valor de Campesa S.A. Los responsables de este cambio deben ser: la directora del departamento de contabilidad y los respectivos gerentes de unidad de negocio.
3. Se considera muy importante revisar a fondo la estructura de costos y gastos, tanto fijos como variables y ajustarse a lo presupuestado de acuerdo con lo recomendado en el literal anterior. Mediante reuniones de trabajo mensuales de directores de área con la gerencia general.
4. Es determinante para la mejora de la operación de Campesa hacer mucho más eficiente el proceso de recaudo de cartera y no descuidar la administración de los inventarios, ya que en estas dos cuentas se concentra gran parte del activo operativo. Los responsables de esta mejora deben ser la directora de Tesorería y cartera y los gerentes de cada departamento.

5. Se deben generar estrategias de mercadeo contundentes, que faciliten el logro de mayores incrementos de ingresos operacionales, de acuerdo a los presupuestos, tanto para el área de ventas como para postventa, de corto y de largo plazo, así como disminuir la importancia de los ingresos no operacionales para el normal funcionamiento de la compañía. Es importante que el resultado de esas campañas de mercadeo sea medible para determinar el beneficio generado. Los responsables deben ser el director de mercadeo y los gerentes de área.

BIBLIOGRAFIA.

- CRUZ, Juan Sergio; VILLAREAL, Julio; ROSILLO, Jorge. "Finanzas Corporativas: Valoración, Política de Financiamiento y Riesgo". Editorial Thomson, 2002.
- GARCIA S, Oscar León. "Administración Financiera, Fundamentos y Aplicaciones. Tercera Edición". Prensa Moderna Impresores, 1999.
- ORTIZ ANAYA, Héctor. "Análisis Financiero Aplicado con Ajustes por Inflación". 9ª. Edición. Universidad Externado de Colombia, 1996.
- SUAREZ, Claudia Tatiana; CALDERON, Ricardo. "Fundamentos para el diagnóstico de la situación financiera de una empresa". 2005.
- www.corfinsura.com.co
- www.damodaran.com
- www.portafolio.com.co
- www.portal.dinero.com

ANEXOS

BALANCE GENERAL COMPARATIVO A 31 DE DICIEMBRE CAMPESA S.A.

	2001	2002	2003	2004	2005
Caja	63.598.783	55.251.808	20.574.000	41.966.000	147.450.000
Bancos	189.500.750	56.033.700	226.675.000	16.807.000	418.658.000
Cuentas Ahorro	27.695.804	9.411.851	1.675.000	2.969.000	21.365.000
Total Disponible	280.795.337	120.697.359	248.924.000	61.742.000	587.473.000
Certificados	166.377.952	68.788.000	-	-	-
Obligatorias	2.197.400	2.197.400	2.197.000	2.197.000	2.197.000
Total Inversiones	168.575.352	70.985.400	2.197.000	2.197.000	2.197.000
Clientes	1.838.685.781	2.489.610.381	2.473.380.000	3.903.653.000	4.766.843.000
Anticipos y Avances	19.021.021	17.778.288	19.927.000	28.187.000	167.420.000
Depósitos	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000
Ingresos por Cobrar	158.017.528	82.479.375	123.442.000	24.886.000	41.001.000
Anticipo Impuestos	138.543.125	158.390.133	200.218.000	11.669.000	3.363.000
CXC Trabajadores Deudores Varios y Reclamos	4.787.700	4.806.326	6.139.000	9.822.000	13.376.000
	34.448.697	60.226.963	37.276.000	69.403.000	369.143.000
	-	-	-	-	-
(-) Provisiones	28.257.720	6.167.630	24.940.000	13.817.000	35.984.000
Total Deudores	2.165.296.132	2.807.173.836	2.835.492.000	4.033.853.000	5.325.212.000
Vehiculos	889.753.567	943.230.317	1.055.832.000	1.880.966.000	1.743.905.000
Repuestos	503.379.720	603.841.679	651.295.000	483.990.000	599.136.000
Repuestos Taller	41.636.135	12.143.921	63.625.000	44.823.000	34.811.000
Otros Inventarios	10.468.299	13.450.813	19.556.000	17.225.000	16.801.000
Total Inventarios	1.445.237.721	1.572.666.730	1.790.308.000	2.427.004.000	2.394.653.000

	2001	2002	2003	2004	2005
Gastos pagados Anticipado	17.182.437	53.165.255	66.614.000	45.532.000	27.145.000
Cargos Diferidos	52.122.935	-	-	-	-
Total Diferidos	69.305.372	53.165.255	66.614.000	45.532.000	27.145.000
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	4.129.209.914	4.624.688.580	4.943.535.000	6.570.328.000	8.336.680.000
Acciones	62.852.034	86.468.020	163.867.000	240.423.000	262.453.000
(-) Provisiones	-	-	-	-	-
Total Inversiones	42.529.416	63.695.859	163.867.000	240.423.000	262.453.000
Deudas Difícil Cobro	84.300.849	56.481.569	37.843.000	-	644.000.000
(-) Provisiones	-	-	-	-	-
Total Deudores Largo Plazo	27.819.280	18.638.918	12.607.000	-	-
Total Deudores Largo Plazo	56.481.569	37.842.651	25.236.000	-	644.000.000
Terrenos	941.080.026	1.009.856.301	1.071.689.000	1.135.089.000	74.429.000
Construcciones y Edificación	310.972.472	333.699.050	354.131.000	375.081.000	16.338.000
Maquinaria y Equipo	257.242.673	270.634.725	278.053.000	311.452.000	337.342.000
Equipo de Oficina	176.833.312	183.356.051	192.937.000	211.005.000	284.757.000
Equipo de Computación y com.	91.190.577	98.777.636	77.891.000	125.140.000	157.716.000
Flota y Equipo Transporte	50.896.723	51.700.739	126.546.000	90.383.000	95.060.000
(-) Depreciaciones	-	-	-	-	-
Total Planta y Equipo	366.802.929	430.632.635	470.053.000	562.429.000	493.000.000
Total Planta y Equipo	1.461.412.854	1.517.391.867	1.631.194.000	1.685.721.000	472.642.000
Cargos Diferidos	30.793.141	110.655.137	186.996.000	138.064.000	106.338.000
Total Diferidos	30.793.141	110.655.137	186.996.000	138.064.000	106.338.000
Valorización Inversiones	48.991.454	87.143.302	86.112.000	22.609.000	7.647.000
Valorización PPE	90.799.030	6.010.114	6.852.000	369.037.000	102.259.000
Total Valorizaciones	139.790.484	93.153.416	92.964.000	346.428.000	109.906.000
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	1.731.007.464	1.822.738.930	2.100.257.000	2.410.636.000	1.595.339.000
TOTAL ACTIVO	5.860.217.378	6.447.427.510	7.043.792.000	8.980.964.000	9.932.019.000
Bancos Nacionales	535.977.721	137.441.584	118.037.000	191.972.000	99.774.000

	2001	2002	2003	2004	2005
Cias. De Financiamiento Cial.	54.294.000	86.605.888	404.637.000	403.705.000	-
GMAC	2.024.774.980	2.445.012.705	1.387.113.000	1.448.707.000	1.807.344.000
Total Obligaciones Financieras C.P	2.615.046.701	2.669.060.177	1.909.787.000	2.044.384.000	1.907.118.000
Proveedores Nacionales	233.358.710	201.570.980	530.990.000	533.605.000	677.621.000
Total Proveedores	233.358.710	201.570.980	530.990.000	533.605.000	677.621.000
Costos y Gastos por Pagar Retencion en la Fuente e IVA	133.328.165	199.316.401	144.548.000	142.515.000	376.772.000
	22.027.204	25.532.852	36.642.000	-	-
Retenciones y Aportes	21.161.190	23.391.327	24.486.000	44.217.000	50.010.000
Total Cuentas por Pagar	176.516.559	248.240.580	205.676.000	186.732.000	426.782.000
Renta y Complementarios	20.074.000	26.005.000	42.345.000	-	-
Impuestos sobre las Ventas	18.718.207	100.199.128	75.199.000	97.930.000	70.000.000
Total Impuestos Gravámenes	38.792.207	126.204.128	117.544.000	97.930.000	70.000.000
Obligaciones Laborales	45.978.521	41.067.630	51.954.000	105.215.000	160.987.000
Total Obligaciones Laborales	45.978.521	41.067.630	51.954.000	105.215.000	160.987.000
Otros Costos y Gastos	9.464.971	16.082.202	13.519.000	-	13.187.000
Total Otros Costos y Gastos	9.464.971	16.082.202	13.519.000	-	13.187.000
Ingresos Recibidos por Anticipado	7.345.591	11.615.828	1.090.000	6.387.000	9.624.000
Total Diferidos	7.345.591	11.615.828	1.090.000	6.387.000	9.624.000
Anticipos y Avances Recibidos	115.967.019	131.979.449	447.179.000	786.000	304.195.000
Total Otros Pasivos	115.967.019	131.979.449	447.179.000	786.000	304.195.000
TOTAL PASIVO CORRIENTE	3.242.470.279	3.445.820.974	3.277.739.000	2.975.039.000	3.569.514.000
Bancos Largo plazo	412.014.000	439.065.000	997.847.000	2.077.034.000	1.821.770.000
Cias. De Financiamiento Cial. L.P	255.740.009	-	-	-	-
Otras Obligaciones	578.512.416	765.370.971	818.756.000	1.391.570.000	2.039.171.000
Total Obligaciones Financiera L.P	1.246.266.425	1.204.435.971	1.816.603.000	3.468.604.000	3.860.941.000
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	1.246.266.425	1.204.435.971	1.816.603.000	3.468.604.000	3.860.941.000
TOTAL PASIVO	4.488.736.704	4.650.256.945	5.094.342.000	6.443.643.000	7.430.455.000

	2001	2002	2003	2004	2005
Capital Suscrito y Pagado	1.428.000.000	1.428.000.000	1.428.000.000	1.428.000.000	1.428.000.000
Superavit por Valorización	144.233.384	93.153.417	92.964.000	346.428.000	109.906.000
Reservas	76.542.903	82.041.903	120.763.000	126.567.000	147.668.000
Revalorizacion del Patrimonio	185.802.677	288.443.762	511.393.000	634.791.000	748.148.000
Resultado Ejercicio Anterior	-	-	-	-	-
Resultado del Ejercicio	518.085.000	481.679.039	261.706.000	209.473.000	19.566.000
TOTAL PATRIMONIO	1.371.480.674	1.797.170.565	1.949.450.000	2.537.321.000	2.501.564.000
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	5.860.217.378	6.447.427.510	7.043.792.000	8.980.964.000	9.932.019.000

**ESTADO DE RESULTADOS
CAMPESA S.A.**

	2001	2002	2003	2004	2005
Ingresos Operacionales	19.937.597.433	26.283.883.649	31.001.843.000	45.302.505.000	59.970.700.000
Costos de Venta	17.682.850.510	23.159.947.413	27.780.308.000	40.724.714.000	53.662.802.000
Utilidad Bruta	2.254.746.923	3.123.936.236	3.221.535.000	4.577.791.000	6.307.898.000
Gastos Operacionales Admon.	485.552.925	567.563.824	727.902.000	1.174.751.000	1.287.367.000
Gastos Operacionales Ventas	1.363.259.200	1.959.141.792	2.338.615.000	3.276.754.000	4.681.063.000
Total de Gastos	1.848.812.125	2.526.705.616	3.066.517.000	4.451.505.000	5.968.430.000
Utilidad Operacional	405.934.798	597.230.620	155.018.000	126.286.000	339.468.000
Ingresos No Operacionales	261.047.702	286.676.066	434.839.000	671.447.000	1.108.684.000
Gastos No Operacionales	628.799.034	496.006.153	620.969.000	512.775.000	1.277.380.000
Correccion Monetaria	36.877.244	25.314.989	131.493.000	97.640.000	131.849.000
Utilidad Antes Impuesto	75.060.710	413.215.522	100.381.000	382.598.000	302.621.000
Provision Impuesto Renta	20.074.000	26.005.000	42.345.000	171.590.000	215.213.000
Tasa Impositiva	26,74%	6,29%	42,18%	44,85%	71,12%
Utilidad del Ejercicio	54.986.710	387.210.522	58.036.000	211.008.000	87.408.000