

**VALORACIÓN DE UNA COMPAÑÍA DEDICADA A LA OPERACIÓN LOGÍSTICA  
DE TRANSPORTE**

**ANDREA ARIAS VILLAMIZAR**

**UNIVERSIDAD INDUSTRIAL DE SANTANDER  
FACULTAD DE INGENIERÍAS FÍSICO-MECÁNICAS  
ESCUELA DE ESTUDIOS INDUSTRIALES Y EMPRESARIALES  
MAESTRIA EN GERENCIA DE NEGOCIOS  
BUCARAMANGA**

**2017**

**VALORACIÓN DE UNA COMPAÑÍA DEDICADA A LA OPERACIÓN LOGÍSTICA  
DE TRANSPORTE**

**YUDY ANDREA ARIAS VILLAMIZAR**

**Trabajo de aplicación presentado como requisito para obtener título de  
MAGISTER EN GERENCIA DE NEGOCIOS**

**DIRECTOR**

**LUIS FERNANDO MONDRAGÓN TRUJILLO**  
**Magister en Administración de Empresas**

**UNIVERSIDAD INDUSTRIAL DE SANTANDER  
FACULTAD DE INGENIERÍAS FÍSICO-MECÁNICAS  
ESCUELA DE ESTUDIOS INDUSTRIALES Y EMPRESARIALES  
MAESTRIA EN GERENCIA DE NEGOCIOS  
BUCARAMANGA**

**2017**

## **AGRADECIMIENTOS**

El autor de la presente investigación, expresan sus agradecimientos a las siguientes personas:

Principalmente a Dios que nos brindó todos los medios para llegar a este momento tan importante en mi vida y lograr otra meta más en mi carrera.

A mi familia, quienes aportaron con su cariño, comprensión, confianza, apoyo incondicional y tiempo.

A todos los docentes, área administrativa y sus colaboradores, por qué compartieron sus experiencias, conocimientos e ideas para el desarrollo de este proceso.

A mi director por sus consejos, paciencia y opiniones que sirvieron para culminar satisfactoriamente el trabajo de aplicación.

A mi empresa, compañeros de trabajos y jefes, que por una u otra razón estuvieron siempre a disposición brindándonos su confianza y apoyo para cumplir tan anhelado logro.

A la Universidad Industrial de Santander por ofrecerme la oportunidad de crecer como profesionales y generar un gran cambio tanto personal, profesional y espiritual en mí.

## TABLA DE CONTENIDO

	<b>Pág.</b>
INTRODUCCIÓN	18
1. OBJETIVOS	20
1.1 OBJETIVO GENERAL	20
1.2 OBJETIVOS ESPECIFICOS	20
2. REVISIÓN DE LITERATURA	21
3. MARCO DE ANTECEDENTES	26
4. METODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESA	30
4.1 MÉTODO DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE DESCONTADO	33
5. ANALISIS DEL SECTOR	37
5.1 PANORAMA GENERAL	37
5.2 ENTIDADES REGULADORAS DEL SECTOR	44
5.3 TRANSPORTE DE CARGA	46
5.3.1 Generalidades	46
5.3.2 Antecedentes del Transporte de Carga en Colombia	50
5.3.3 Entorno	51
6. CASO DE ESTUDIO: “VALORACIÓN DE UNA COMPAÑÍA DEDICADA A LA OPERACIÓN LOGÍSTICA DE TRANSPORTE”	57
6.1 ANÁLISIS GENERAL DE LA HOLDING	57
6.1.1 Antecedentes	57

6.1.2 Estructura Societaria	59
6.1.3 Ubicación de la Compañía	60
6.1.4 Productos Movilizados	61
6.1.5 Talento Humano	62
6.1.6 Estructura Organizacional	62
6.1.7 Situación Legal	64
6.1.8 Situación Financiera	64
6.2 ANÁLISIS ESTRATÉGICO Y COMPETITIVO	65
6.2.1 Posición Competitiva	65
6.2.2 Mercados	75
6.3 ANÁLISIS DE DATOS HISTÓRICOS	77
6.3.1 Balance General	77
6.3.2 Estado de Resultados	80
6.3.3 Capital de Trabajo Neto Operativo	93
6.3.4 Inversiones en Capex	94
6.3.5 Flujo de Caja	95
6.3.6 Estructura Financiera	95
6.3.7 Indicadores Financieros	96
6.4 PARÁMETROS PARA LA VALORACIÓN	97
6.4.1 Elección del Método de Valoración Técnica	97
6.4.2 Determinación de Costos del Patrimonio (Ke)	97
6.4.3 Determinación de Costo de la	99
6.4.4 Determinación del Costo del Capital	100
6.4.5 Determinación del Valor Residual	100
6.5 ELABORACIÓN DE PROYECCIONES FINANCIERAS.	101
6.5.1 Supuestos Generales	101
6.5.2 Balance General	104
6.5.3 Estado de Resultados	106
6.5.4 Estructura de Financiamiento	107
6.5.5 Principales Indicadores	108

6.5.6 Flujos de Caja	108
7. CONCLUSIONES DE LA VALORACION	114
BIBLIOGRAFIA	116

## LISTA DE TABLAS

	<b>Pág.</b>
Tabla 1. Principales Métodos de Valoración	31
Tabla 2. Análisis histórico y estratégico de le empresa y el sector	33
Tabla 3. Histórico de empresas de Transporte de Carga Habilitadas	43
Tabla 4. Ingresos operacionales 2010-2014 de la Compañía 1 y 4 y sus competidores relevantes en el sector de Transporte de Carga por Carretera	67
Tabla 5. %Participación de la Compañía 1 y 4 con respecto al Sector	68
Tabla 6. Ingresos Operacionales 2011-2015 de la Compañía 4 y sus Competidores Relevantes en el Sector de Operaciones Portuarias.	70
Tabla 7. %Participación de la Compañía 1 y 4 con respecto al Sector	70
Tabla 8. Ingresos operacionales de la Compañía 2 y sus competidores relevantes en el sector de Almacenamiento de Mercancías	73
Tabla 9. %Participación de la Compañía 2 con respecto al Sector	73
Tabla 10. %TACC de Rubros de Balance General de la Holding	78
Tabla 11. Balance General de la Holding 2012- 2016	80
Tabla 12. Estado de Resultado de la Holding 2012- 2016	82
Tabla 13. %TACC de Toneladas de la Holding	83
Tabla 14. %TACC de la Facturación de la Holding	84
Tabla 15. %TACC de Ingresos Operacionales de la Holding	85
Tabla 16. %TACC de Utilidad Bruta y Margen Bruto de la Holding	86
Tabla 17. %TACC de Ebitda y Margen Ebitda de la Holding	87
Tabla 18. %TACC de Gastos Operacionales de la Holding	88
Tabla 19. %TACC de Intereses Financieros de la Holding	88
Tabla 20. %TACC de la Utilidad Antes de Impuesto de la Holding	91
Tabla 21. %TACC de Utilidad Neta y Margen Neto de la Holding	92
Tabla 22. %TACC de Utilidad Neta y Margen Neto de la Holding	93

Tabla 23. Capital de Trabajo Neto Operativo de la Holding 2012- 2016	94
Tabla 24. Inversiones en Capex de la Holding 2012- 2016	94
Tabla 25. Flujo de Caja de la Holding 2012- 2016	95
Tabla 26. Deuda Financiera Neta de la Holding 2012- 2016	96
Tabla 27. Indicadores Financieros 2012- 2016	97
Tabla 28. Supuestos Macroeconómicos	101
Tabla 29. Parámetros para proyecciones para el Estado de Resultado	102
Tabla 30. Parámetros para proyecciones para el Balance General	104
Tabla 31. Proyección del Balance General	105
Tabla 32. Proyección del Estado de Resultado 2017-2021	106
Tabla 33. Proyección de Endeudamiento 2017-2021	107
Tabla 34. Proyección de Indicadores 2017-2021	108
Tabla 35. Proyección del Flujo de Caja 2017-2021	109
Tabla 36. Costo de la Deuda ( $K_d$ )	110
Tabla 37. Estructura de Capital	110
Tabla 38. Costos de patrimonio ( $K_e$ ) y Wacc	111
Tabla 39. Valoración de Flujo de Caja Libre	112
Tabla 40. Análisis de Sensibilidad	113

## LISTA DE GRÁFICAS

	<b>Pág.</b>
Gráfica 1. Índice de Desempeño Logístico. Colombia y países de referencia, 2016	38
Gráfica 2. Posición en el Índice de Desempeño Logístico y sus componentes, 2010-2014	40
Gráfica 3. PIB de transporte, almacenamiento y comunicaciones, y PIB total	41
Gráfica 4. Endeudamiento Total	65
Gráfica 5. Composición de endeudamiento a 2016	65
Gráfica 6. Ingresos Operacionales del Sector de Transporte de Carga por Carretera Vs Compañía 1+4	68
Gráfica 7. Comportamiento de los Ingresos de principales competidores de Transporte de carga por Carretera vs Compañía 1+4	69
Gráfica 8. Ingresos Operacionales del Sector de Operación Portuaria Vs la Compañía 4	71
Gráfica 9. Comportamiento de los Ingresos de los principales competidores de Operaciones Portuarias Vs Compañía 4	72
Gráfica 10. Ingresos Operacionales del Sector de Almacenamiento Vs Compañías 2	74
Gráfica 11. Comportamiento de Ingresos de principales competidores de Almacenamiento Vs La compañía 2	75
Gráfica 12. Facturación por Sectores 2014-2016	76
Gráfica 13. Participación de facturación por Sectores 2014-2016	76
Gráfica 14. Evolución de Balance General de la Holding 2012- 2016	78
Gráfica 15. Evolución de Toneladas Movilizadas de la Holding 2012- 2015	83
Gráfica 16. Evolución de Facturación de la Holding 2012- 2016	84
Grafico 17. Evolución de Ingresos Operacionales de la Holding 2012- 2016	85

Grafico 18. Evolución de Utilidad Bruta de la Holding 2012- 2016	86
Grafico 19. Evolución del Ebitda y Margen Ebitda de la Holding 2012- 2016	87
Grafico 20. Evolución de Gastos operacionales de la Holding 2012- 2016	88
Grafico 21. Evolución de los Intereses Financieros de la Holding 2012- 2016	89
Grafico 22. Comportamiento de la Deuda 2016	90
Grafico 23. Comportamiento de la DTF a 90 días	91
Grafico 24. Evolución de la Utilidad antes de Impuestos la Holding 2012- 2016	92
Grafico 25. Evolución de Utilidad Neta y Margen Neto de la Holding 2012- 2016	93

## LISTA DE ILUSTRACIONES

	<b>Pág.</b>
Ilustración 1. Las 5 Fuerzas de Porter	42
Ilustración 2. Entidades reguladoras del sector	45
Ilustración 3. Tipos de vehículos del parque Automotor Colombiano	48
Ilustración 4. Estructura organizacional de sector	49
Ilustración 5. Evolución del comercio mundial	52
Ilustración 6. Estructura societaria actual del Holding	59
Ilustración 7. Red Física Intermodal y transferencia de Carga de Colombia	60
Ilustración 8. Tipos de Carga Movilizadas	61
Ilustración 9. Organización de Personal en la Holding	62
Ilustración 10. Organización de Personal en la Holding	63

## GLOSARIO

- **%TACC (TASA ANUAL DE CRECIMIENTO COMPUESTO):** Mide el crecimiento de una variable durante un período determinado.
- **BETA:** Es una medida de la volatilidad de un activo, relativa a la variabilidad del mercado
- **CAPACIDAD DE PAGO FINANCIERO:** Mide la capacidad de la empresa de hacer frente a sus deudas financieras en función de su generación de EBITDA.
- **CARGA GENERAL:** Es aquella mercancía que se presenta en estado sólido, líquido o gaseoso.
- **COBERTURA DE INTERÉS:** Indica la cantidad de veces que el interés pagado al sector financiero es generado por el EBITDA de la empresa.
- **CRÉDITO MERCANTIL:** Constituye un activo intangible de conformidad con el artículo 66 del Decreto Reglamentario 2649 de 1993 sobre normas de contabilidad.
- **ENDEUDAMIENTO FINANCIERO:** Determina el porcentaje que representa las obligaciones financieras de corto y largo plazo con respecto al total de los activos del periodo.
- **ENDEUDAMIENTO TOTAL:** Refleja el grado de apalancamiento que corresponde a la participación de los acreedores en los activos de la empresa. Cuanto más alto sea este índice mayor es el apalancamiento financiero de la empresa.
- **GRADO DE APALANCAMIENTO:** Posibilidad de financiar determinado valor de los activos sin la necesidad de contar con el dinero de la operación.
- **MARGEN EBITDA:** Es un indicador de eficiencia operacional, que se interpreta como el porcentaje de los ingresos que se convierte en caja con el propósito de

cubrir los impuestos, interés y servicio a la deuda, apoyo de inversiones y repartir utilidades.

- **PARETO:** El 80% de la facturación corresponde al 20% de los clientes.
- **PÓLIZA DE CHATARRIZACIÓN:** Póliza que se adquiere para dar el ingreso a operación de vehículos de transporte de carga por carretera.
- **RATIO:** La relación por división entre sí de dos datos directos.
- **ROA:** Mide la capacidad de los activos de la empresa para generar utilidad operativa
- **ROE:** Mide cuanto es beneficio neto que alcanza la empresa con los aportes de los accionistas
- **ROIC:** Es el retorno sobre el capital invertido.
- **ROTACIÓN CARTERA:** Determina el tiempo en que las cuentas por cobrar toman en convertirse en efectivo, es decir, el tiempo que la empresa toma en cobrar la cartera a sus clientes.
- **TRANSPORTE MULTIMODAL:** Es la articulación entre diferentes modos de transporte, a fin de realizar más rápida y eficazmente las operaciones de trasbordo de materiales y mercancías.
- **VALOR RESIDUAL:** Mide la generación de flujo libre de la empresa en marcha, más allá del último año de proyección durante la etapa de crecimiento estable a perpetuidad.

## RESUMEN

**TITULO:** VALORACIÓN DE UNA COMPAÑÍA DEDICADA A LA OPERACIÓN LOGÍSTICA DE TRANSPORTE\*

**AUTOR:** YUDY ANDREA ARIAS VILLAMIZAR\*\*

**PALABRAS CLAVES:** VALORACION DE EMPRESAS, FLUJO DE CAJA LIBRE DESCONTADO, COSTO DE CAPITAL, COSTOS DE LA DEUDA, WACC

El presente trabajo permitió evaluar financieramente al interior de un grupo empresarial compuesto por 4 unidades de negocios integradas en un Holding, identificando los impactos positivos y/o negativos posteriores a una inversión de capital y reestructuración organizacional en un lapso menor a tres años, la cual fue impulsada por la generación de un nuevo direccionamiento estratégico de la compañía para mitigar los riesgos inherentes a la operación de la compañía derivadas de la realidad del sector.

En este sentido, se realizó la valoración de la compañía mediante el método de Valoración de Flujo de Caja Libre Descontado, el cual fue determinado como la mejor metodología de valoración a ser aplicada dado que involucra los criterios y variables que más se acercan a la realidad de dichas compañías, del sector, de los accionistas o de los futuros inversionistas. Para ello, se desarrolló un modelo financiero en Excel que será una herramienta útil en la toma de decisiones en temas de estrategias de corto y largo plazo.

Como resultado, se determinó que el valor económico de la compañía asciende a \$111.197 millones, el cual ha venido creciendo con la entrada de los inversionistas. Lo anterior se evidencia al comparar el precio de venta con que fue valorada la compañía en el año 2013 el cual ascendía a \$ 77.695 millones, es decir, un incremento del 43% en los 3 años.

---

\* Trabajo de grado

\*\* Faculty of Physical-Mechanical Engineering. School of Industrial and Business Studies. Master of Business Administration -MBA. Director: Luis Fernando Mondragón

## ABSTRACT

**TITLE:** VALUATION OF A COMPANY OF TRANSPORTATION LOGISTICS OPERATIONS\*

**AUTHOR:** YUDY ANDREA ARIAS VILLAMIZAR\*\*

**KEYWORDS:** COMPANY VALUATION, DISCOUNTED CASH FLOW, CAPITAL COST, COST OF DEBT, WACC

This study carry out a financially valuation of a holding company that comprises four business units in order to identify the positive and/or negative impacts of a capital investment and an organizational restructuring in a term of less than three years, that was driven by a new strategic direction to mitigate the company operation risks derived from the sector reality.

In this sense, the company valuation was performed using the Discounted Cash Flow Method (DCF), which was considered the best valuation methodology to be applied since it involves the criteria and variables related to the reality of these companies, their shareholders or their future investors. To do this, a financial model was developed in Excel that will be a useful tool for decision-making about short and long-term strategies.

As a result, the economic value of the company was calculated in \$111,197 million pesos, which has been growing with the entry of the new investments. The above is evidenced by comparing the company value in 2013, which amounted to \$77,695 million pesos, that is, an increase of 43% over the 3 years.

---

\* Project of grade

\*\* Facultad de Ingenierías Físico -Mecánicas. Escuela de Estudios Industriales y Empresariales. Magister en Gerencia de Negocios – MBA. Director: Luis Fernando Mondragón

## INTRODUCCIÓN

Dentro de la economía de cualquier país, el transporte de mercancías se constituye en una actividad preponderante y asociada a ella se encuentran los procesos logísticos que facilitan el acceso de los productos a sus consumidores finales en los procesos de importación, exportación y distribución a nivel nacional.

En materia de inversión de capital, es necesario resaltar que la actividad que nos atañe, se constituye en un sector no atractivo para los inversionistas, debido a la informalidad, a una regulación relativamente nueva, con aspectos aún pendientes de estudiar por el legislador sobre todo en materia de las relaciones económicas de los actores que en él intervienen. No obstante, a lo anterior no se deja de reflejar beneficios en aquellas empresas que se han consolidado a través de los años debido a que se han profesionalizado por las exigencias del Estado, al tratarse de un servicio público que es vigilado y supervisado en su ejecución y que ha generado que hoy en día mejoren sus condiciones en tema de cumplimiento de la normatividad, infraestructura, calidad y oportunidad del servicio.

Los resultados de los procesos logísticos contribuyen en el crecimiento de la economía local y para el desarrollo del trabajo de aplicación se estudió más a fondo a un conjunto de empresas dedicadas al proceso de transporte terrestre de carga, operaciones de transporte multimodal, procesos logísticos, almacenamiento, operaciones en puerto y demás actividades asociadas o conexas a la movilización de mercancías.

Este trabajo de aplicación se concentró en evaluar financieramente al interior de un grupo empresarial compuesto por 4 unidades de negocios que están integradas en un Holding, y que presentaron una inversión de capital y reestructuración

organizacional con ocurrencia menor a tres años, encaminada a generar un nuevo direccionamiento estratégico para mitigar los riesgos inherentes a la operación derivadas de la realidad del sector.

Por lo anterior, la principal motivación de este trabajo de aplicación fue realizar una valoración del Holding resultante posterior a la inversión, mediante el empleo del método de Valoración de Flujo de Caja Libre Descontado, el cual fue determinando como la mejor metodología a ser aplicada, ya que involucra los criterios y variables que más se acercan a la realidad de dichas compañías, del sector, de los accionistas o de los futuros inversionistas y con ello finalmente, desarrollar un modelo financiero en Excel que será determinante en la toma de decisiones en temas de estrategias de corto y largo plazo.

## **1. OBJETIVOS**

### **1.1 OBJETIVO GENERAL**

Desarrollar una herramienta financiera en Excel dinámica que permita medir un método de valoración existente y determinar la generación de valor de un Holding dedicada a la actividad logística de transporte terrestre de mercancías a nivel nacional, y, que, a su vez, permita la toma de decisiones acertadas en temas estratégicos de corto, mediano y largo plazo.

### **1.2 OBJETIVOS ESPECIFICOS**

- Determinar las variables de proyección acordes al negocio, las cuales sean generadoras de valor de un Holding y logren resultados confiables en la valoración.
- Analizar los diferentes métodos de valoración existentes y escoger el método que mejor se aplique a sus diferentes unidades de negocio y que permita una medición cercana a la realidad del valor financiero de un Holding.
- Valorar financieramente un Holding en marcha dedicada a la operación logística del transporte carga, utilizando el método de valoración que mejor se ajuste y aplique a las actividades económicas de sus unidades de negocio.
- Elaborar una herramienta financiera en Excel dinámica donde se plantee el análisis de cifras históricas, indicadores financieros y operativos, presupuesto, proyecciones, métodos de valoración adecuados y los resultados finales.

## 2. REVISIÓN DE LITERATURA

La valoración de una empresa no es una tarea fácil, incluso para las empresas que evolucionan en una conocida industria madura. El problema es mucho más complejo cuando la empresa es nueva, donde los métodos tradicionales basados en los flujos de caja libre futuros presentan dificultades, y en particular la estimación misma de los flujos de caja futuros.

En el año 2007, María Luisa Saavedra<sup>1</sup> desarrolla una investigación con el objetivo aplicar el modelo de Flujo de efectivo disponible y determinar el valor de un grupo de empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores para comparar los valores obtenidos con el precio de mercado. Para ello, en primera instancia realiza una revisión de la literatura del modelo de Flujo de Efectivo para identificar y describir las principales variables que contiene el mismo, luego aplicó este modelo a las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores, con el fin de determinar su valor y tratar de encontrar si existe algún patrón de comportamiento del modelo al valuar a este conjunto de empresas, por un periodo de 10 años entre 1991 a 2000. Como resultados encontró que el modelo de flujo de efectivo disponible sigue una tendencia muy similar al precio de mercado, lo cual estaría indicando a este modelo como el más adecuado para valuar a este conjunto de empresas tomando, desde luego, el valor de mercado como patrón de referencia. Además, concluye que la mayoría de las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores en el periodo de análisis, arrojaron un resultado de operación

---

<sup>1</sup> SAAVEDRA, María Luisa. La valuación de empresas cotizadas en México, mediante la metodología del modelo de Flujo de Efectivo; Disponible: Relaciones con la valuación del mercado. Contaduría y Administración [online]. 2007, n.223, pp. 91-112 [citado 2015-11-18]. Disponible en: <[http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0186-10422007000300006&lng=es&nrm=iso](http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0186-10422007000300006&lng=es&nrm=iso)>. ISSN 0186-1042

positivo, por esta razón los flujos también resultan positivos, esto indica que existe una buena generación de recursos financieros a través del flujo de las empresas.

En el 2008 Pablo Fernández<sup>2</sup> realiza una explicación de los diferentes métodos de valoración de empresas que existen, desde los métodos con expectativas de continuidad basados en el descuento de flujos de caja, hasta el método de valor de liquidación cuando se prevé liquidar la empresa. También comenta brevemente otros métodos que, aunque son conceptualmente “incorrectos” se siguen utilizando. En este mismo año, Pablo Fernández presenta 201 errores cometidos en valoraciones de empresas, donde inicia con trece valoraciones, que califica como memorables y suman en su conjunto 100 errores. Después presenta otras 101 equivocaciones, agrupadas en cuatro categorías: errores en las tasas de descuento; errores en los flujos y en el valor terminal; inconsistencias y errores conceptuales y errores de interpretación, organizativos y estatutarios.<sup>3</sup>

En cuanto al modelo de descuento de Flujos de Caja, se puede decir que está considerado como uno de los modelos estándar de valoración de activos, donde un problema que presenta esta es en la selección y estimación de las tasas de descuento. Cuando el activo valorado es una empresa, este problema es especialmente relevante, ya que normalmente se asume que las empresas tienen una duración indeterminada en el tiempo. Por tanto, teóricamente el horizonte de valoración tiende a infinito, no existe valor terminal para la inversión, y debe estimarse una corriente ilimitada de flujos de caja. Para ilustrar este problema y buscarle una

---

<sup>2</sup> FERNÁNDEZ, Pablo, Métodos de valoración de empresas, Madrid, , Price wáter house Coopers Professor of Corporate Finance. 48p. IESE Business School. 2008

<sup>3</sup> FERNÁNDEZ, Pablo, [i.e. Doscientos uno errores en la valoración de empresas: diagnóstico para conocerlos y prevenirlos / P. Fernández'. Deusto, 2008. Disponible en OAlster, EBSCOhost [bases de datos], revisado el 20 noviembre 2015.

solución, Luis Blanco Pascual<sup>4</sup> presenta una variante del modelo de descuento de flujos de caja para la valoración de empresas.

El horizonte de valoración lo divide en dos intervalos: en el primero de ellos se realiza una proyección detallada de los flujos de caja, basada en la utilización del ratio Flujo de Caja-ventas, su tasa de variación, y en la evolución de la cifra de ventas, durante n períodos; en el segundo se estima un valor terminal para la inversión, mediante la aplicación de dos múltiplos de valoración relativa (múltiplo valor total-ventas, y valor total-EBITDA). Este modelo lo evalúa en una muestra de empresas del índice Standard & Poor's 500. Como resultados obtenidos, señala la utilidad que en términos valorativos tiene la utilización de información contable y la combinación del modelo de descuento de flujos de caja con los métodos de valoración relativa. No obstante, debido al grado de auto correlación existente entre los residuos, resalta que los resultados de las valoraciones deben ser interpretados con cautela.

En el 2012, Jenny Moscoso Escobar y Sergio Botero Botero<sup>5</sup> presentan un artículo de investigación que tiene como objetivo analizar los diferentes métodos de valoración de empresas e identificar los más apropiados para valorar las empresas que se encuentran en las primeras fases del ciclo de vida. Para cumplir este propósito realizaron una revisión de literatura para dar conocer los métodos de valoración aplicados a las diferentes empresas del sector real, diferenciando los procedimientos para las empresas en etapa temprana a partir de la identificación de las particularidades de estas en términos de disponibilidad de información y madurez del negocio. Como conclusión identifican que los métodos más apropiados para valorar estas compañías son los basados en Flujos de Caja Libre con tasa de

---

<sup>4</sup> BLANCO PASCUAL, Luis, Valoración de empresas por descuento de flujos de caja: proyección de ratios y estimación del valor terminal por múltiplos, España, 2009, Revista Universo Contábil [en línea] [Fecha de consulta: 18 de noviembre de 2015] Disponible en: <<http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=117015044009>> ISSN 1809-3337

<sup>5</sup> ESCOBAR, Jenny Moscoso y BOTERO, Sergio Botero; Métodos de valoración de nuevos emprendimientos. Semestre Económico, 2013, vol. 16, no 33, p. 237-262.

descuento, ajustada al riesgo, y el método de certeza equivalente; adicionalmente plantean métodos alternativos en los cuales se utilizan multiplicadores apropiados.

Cuando se piensa en vender una empresa, fusionarla, hacer una escisión o simplemente determinar su valor en una fecha dada, se han utilizado diferentes métodos y herramientas, que en la mayoría de los casos no son los apropiados para el fin que se pretende. Por eso, en el 2013 Alberto Parra Barrios<sup>6</sup> describe las metodologías más utilizadas para valorar una empresa, mostrando las ventajas y desventajas de cada una, con especial atención a la construcción del Flujo de Caja Libre que tiene una importante acogida en la actualidad entre los directivos y los inversionistas. Con esta descripción el autor pretende orientar a los directivos de cualquier empresa en la determinación del valor más cercano a la realidad, que les permita obtener sus objetivos. Alberto Parra concluye afirmando que la valoración de empresas depende más de los conocimientos técnicos y la experiencia de quien hace el análisis, para aproximarse a un rango donde se encuentre el valor del negocio o empresa en marcha. Para lograr lo anterior, recomienda los métodos basados en el descuento de los flujos futuros y los múltiplos de compañías comparables por estar relacionados con la generación de flujos en el futuro de las empresas.

Por último, el autor colombiano Oscar León García integra las temáticas de Valoración de Empresas, en su libro “Valoración de empresas, Gerencia del valor y EVA con la intención, por un lado, de demostrar que son conceptos que no se pueden considerar aisladamente y por el otro proveer a los empresarios, gerentes y ejecutivos de herramientas que se puedan adoptar en su gestión del día a día. En su libro el autor afirma, que método más acogido en la práctica de la valoración de empresas es el de Flujo de Caja Libre Descontado el cual integrar tres elementos fundamentales: el primero el costo de capital, es la tasa que se utiliza para descontar

---

<sup>6</sup> BARRIOS, Alberto Parra. Valoración De Empresas: Métodos De Valoración. Revista Contexto-Universidad La Gran Colombia, 2013, vol. 2, no 1, p. 84-100.

los Flujos de Caja Libre como el Valor de Continuidad y es la variable a la que el valor de la empresa es más sensible; el segundo elemento, la proyección del Flujo de Caja Libre, que refleja el plan de desarrollo de la empresa en el horizonte próximo normalmente 5 años y en algunos casos hasta 10; y el tercer elemento, el Valor de Continuidad, el cual define como el valor que adquiere la empresa como consecuencia de que el plan de desarrollo se cumpla y este comience un crecimiento constante a perpetuidad.<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup> LEON GARCIA, Oscar. Valoración de Empresas, Gerencia del Valor y Eva. Medellín, Colombia. Digital Express Ltda, 2003 Capítulo 10. Método de Flujo de Caja Descontado.

### 3. MARCO DE ANTECEDENTES

En el año 2013, Jennyfer Argüello Rangel, Hugo Cano Castro y Pablo Fernández Mendez<sup>8</sup> realizaron el trabajo de investigación “Valoración Económica de la Empresa Transappec S.A.S”. Este trabajo surge como la necesidad de realizar la valoración económica a una empresa de transporte de carga terrestre, Transappec S.A.S, aplicando la metodología del Flujo de Caja Libre Descontado para así proyectarse a futuro y buscar la manera de crecer y generar un mayor valor agregado a la compañía.

Para la valoración, la metodología utilizada fue la del Flujo de Caja Descontado, donde el cálculo de los flujos de caja en el intervalo 2012 a 2016, se tomó como base los estados financieros históricos 2007-2011, los cuales se soportan con el plan de negocio de la empresa. Adicionalmente se tomó como referencia las variables macroeconómicas que afectan directamente el comportamiento financiero del sector, presentadas por el Departamento de Investigaciones Económicas del Grupo Bancolombia, tales como la inflación, producto Interno Bruto (PIB), el incremento de ventas según la inflación y la tasa de impuestos.

A través del Flujo de Caja Libre Descontado se logró determinar el valor económico de la empresa, el cual ascendió 9.733 millones. Como conclusión del análisis estratégico se recomienda a la compañía adquirir nuevas tecnologías, la implementación del sistema de información de costos eficientes (SICE), adoptar modelos de excelencia, adopción de normas internacionales, creación y aplicación de políticas de servicio al cliente, fidelización de transportadores y creación e

---

<sup>8</sup> ARGUELLO RANGEL, Jennyfer, CANO CASTRO, Hugo y FERNANDEZ MENDEZ, Pablo. Valoración Económica de la Empresa Transappec S.A.S. 2013. Trabajo de grado. Corporación Universitaria Adventista UNAC. Facultad de ciencias administrativas y contables. Disponible en <http://repository.unac.edu.co/jspui/bitstream/11254/366/1/Trabajo%20de%20grado%20%28rev%29>

implementación de un plan de ventas y mercadeo que permita responder a la nueva condición del mercado por los tratados de libre comercio.

En relación con los hallazgos del diagnóstico financiero se recomienda a la empresa apalancarse más con proveedores, incentivar menor rotación de cartera y aumentar la inversión en activos fijos.

Por otro lado, tenemos los Reportes Burkenroad de la Universidad EAFIT, los cuales son análisis financieros de empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia; estos informes son elaborados por alumnos de Maestría de la Escuela de Administración, bajo la supervisión de profesores del Área de Finanzas, Economía, y Contabilidad de la Escuela. Tienen como objetivo usar los análisis como apoyo al fortalecimiento del mercado de capitales, aplicar técnicas internacionales en el análisis de empresas y la formación de analistas financieros con destrezas para valorar empresas en mercados emergentes.

En el año 2015 Adriana Jaramillo Estrada y Wilmer A. Tobón Flórez<sup>9</sup>, realizaron el reporte financiero a Enka Colombia S.A., una compañía colombiana dedicada a la producción de polímeros, nylon y poliéster. Los autores señalan que utilizan como método el Flujo de Caja Libre porque este permite conocer la estabilidad financiera de la empresa, a través de proyecciones de generación de liquidez, porque este tiene en cuenta las variaciones en los estados financieros, el valor del dinero en el tiempo, utiliza la información histórica y se tiene en cuenta los inductores de valor para hacer las proyecciones de los estados financieros.

---

<sup>9</sup> JARAMILLO ESTRADA, Adriana y TOBON FLOREZ, Wilmer. Reporte Financiero Burkenroad de Enka Colombia S.A. Universidad Eafit. Medellín- Colombia. 2015 Disponible en <http://www.eafit.edu.co/escuelas/economiayfinanzas/laboratorio-financiero/burkenroad/Burkenroad%202015/Reporte%20Burkenroad%20Universidad%20EAFIT%20-%20Enka%202015.pdf>

Adicionalmente expresan que autores como Baker y Ruback (1999), y Kaplan y Ruback (1995,1996) citados en Blanco (2009), señalan que la combinación del método Flujo de Caja Libre Descontado junto con el método de Múltiplos, permiten obtener resultados más satisfactorios en la valoración, que, si se hiciera una aplicación aislada de cualquiera de los métodos anteriores, es por ello que los autores utilizan la combinación de los dos métodos.

Los resultados obtenidos en la valoración por múltiplos mostraron que el valor de mercado de la acción de la compañía presentaba una subvaloración, con un tiempo de retorno de la inversión (RPG) superior a 15 períodos. De igual manera, el indicador del precio sobre valor en libros (PVL) evidencio la subvaloración mencionada incluso si se contrasta con las compañías comparables, siendo Enka la del menor indicador.

La recomendación fue la compra de la acción, esperando una valorización a un año del 47% frente al precio de mercado de 2014, con un precio esperado de COP 17,70; lo anterior se explica por la estrategia de reinversión de la compañía fundamentada en la sostenibilidad mediante disminución en costos, diversificación de productos y penetración de mercados.

En el año 2016, Juan C. Yepes Gallego y Yuly A. Jaramillo Henao<sup>10</sup>, realizaron el reporte financiero de Avianca Holding S.A, compañía dedicada a proveer servicios de transporte aéreo para pasajeros, carga y otros servicios. La metodología utilizada en la valoración fue el Flujo de Caja Libre Descontado, se realizó partiendo de las proyecciones de las actividades operativas, de inversión y de financiación de la compañía y aplicando la reorganización de la información financiera con la metodología sugerida por McKinsey & Company, 2010. La proyección contiene el

---

<sup>10</sup> YEPES GALLEGO, Juan y JARAMILLO HENAO, Yuly. Reporte Financiero Burkenroad de Avianca Holding S.A. Universidad Eafit. Medellín- Colombia. 2016 Disponible en <http://www.eafit.edu.co/escuelas/economiayfinanzas/laboratorio-financiero/burkenroad/burkenroad2016/Valoracion-Avianca-Holdings.pdf>

análisis del desempeño reciente de la compañía, las condiciones macroeconómicas relacionadas con el sector de Transporte Aéreo y las expectativas de comportamiento futuro.

Como conclusión, la recomendación fue la de comprar la acción, puesto que se proyectó un valor de COP 2.480,35, con una potencial de valorización del 30,54%. Los factores claves que sustentan la valoración consideran la estrategia comunicada por la compañía que incluye: racionalización del Capex y crecimiento moderado de capacidad (ASK) en el mediano plazo, disminución de yields en el corto plazo afectados por la devaluación del tipo de cambio, eficiencia en el factor de ocupación y costos de operación (CASK), beneficio en corto plazo por los bajos precios del combustible y enfoque en la generación de flujo de caja para disminuir el nivel de apalancamiento.

#### 4. METODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESA

La Valoración se conoce como el proceso mediante el cual se obtiene una medición homogénea de los elementos que constituyen el patrimonio de una empresa o una medición de su actividad, de su potencialidad o de cualquier otra característica de la misma que interese cuantificar”. Valorar una realidad económica no es una tarea exclusivamente técnica, aunque un enfoque técnico erróneo puede invalidarla. Valorar es emitir una opinión, un juicio de valor que es siempre subjetivo y, como cualquier opinión, puede no estar suficientemente fundamentada, por lo que se observa y concluye que valorar cada una de estas variables no es sencillo y que ello incluye un sin número de dificultades técnicas.

El autor Oscar León García,<sup>11</sup> considera que la valoración de una empresa es en parte ciencia y en parte arte; como ciencia la Valoración combina, por un lado, la observación de factores interno y externos que afectan a la empresa, el sector al que pertenece y en general el entorno macroeconómico; y por el otro, la utilización de una serie de técnicas cuantitativas de análisis asociadas principalmente con la estadística, economía y finanzas.

El autor expresa que, como arte, la Valoración de empresa combina la experiencia, conocimiento, juicio y olfato de quien valora para identificar los aspectos críticos o relevantes; la habilidad para agrupar, relacionar y sintetizar hechos de recursos informativos como estrategia de la empresa, estados financieros y perspectivas del sector, y a partir de ello arrojar un valor que sea considerado razonable.

---

<sup>11</sup> LEON GARCIA, Oscar. Valoración de empresas, Gerencia del Valor y EVA. Impreso por Digital Express Ltda. Medellín-Colombia. 2003 p. 211

Hay que anotar que existen dos tipos de razones para realizar la Valoración de una empresa; en primer lugar, se encuentra la razón de carácter Interno, la cual va dirigida a los gestores de la empresa y que buscan conocer la situación o evolución del patrimonio, verificar la gestión que han realizado los directivos, establecer políticas de dividendos, conocer el nivel de endeudamiento, conocer la capacidad de reestructuración interna de capital y por procesos hereditarios o de sucesiones. La otra razón es de tipo Externo, la cual se genera por la necesidad de un tercero ajeno a la empresa que busca la transferencia total o parcial de ella, incorporarse como nuevos socios a la compañía, realizar algún tipo fusiones o porque se está haciendo un proceso se solicitud de financiación bancaria.

Pablo Fernández<sup>12</sup> clasifica los métodos de valoración de empresas en seis grupos; Balance, Cuenta de Resultados, Mixtos (goodwill), Descuentos de Flujos, Creación de Valor, y Opciones, los cuales se muestran en la tabla 1.

**Tabla 1. Principales Métodos de Valoración**

PRINCIPALES METODOS DE VALORACION					
BALANCE	CUENTA DE RESULTADOS	MIXTOS (GOODWILL)	DESCUENTOS DE FLUJOS	CREACION DE VALOR	OPCIONES
Valor Contable (Valor nominal)	PER Ventas Dividendos Otros Múltiplos	Clásico	Flujo de utilidades y dividendos	EVA	Black y Scholes
Valor contable ajustado		Unión de expertos	Flujo de fondos y efectivos	Utilidad económica	Opción de Invertir
Valor de Liquidación		Renta Abreviada	Flujo de Caja Libre	Valor de caja agregado (CVA)	Ampliar el Proyecto
Valor Sustancial		Otros	APV	CFROI	Aplazar la inversión Usos Alternativos

Fuente: FERNÁNDEZ, Pablo. Métodos de valoración de empresas. Price water house Coopers Professor of Corporate Finance. 48p. Madrid. IESE Business School, 2008

<sup>12</sup> FERNÁNDEZ, Pablo. Métodos de valoración de empresas. Price water house Coopers Professor of Corporate Finance. 48p. Madrid. IESE Business School, 2008.

De estos métodos, no son aplicable al proyecto actual los siguientes:

- Los métodos basados en el Balance General ya tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación del valor de su patrimonio y proporcionan el valor desde una perspectiva estática, no considera la posible evolución futura de la empresa, el valor temporal del dinero, la situación del sector, problemas de recursos humanos, de organización, contratos, jurídicos, comerciales y operativos, que no se ven reflejados en los estados contables.
- Los métodos basados en la cuenta de resultados o múltiplos, los cuales tratan de identificar una relación entre el valor que otorga el mercado a empresas comprables con la analizada y así determinar el valor de está a través de la cuantificación de los beneficios, las ventas, los dividendos u otros rubros. Para aplicarlos se deben considerar que los valores del mercado sean los apropiados y no se vean afectados por distorsiones entre la oferta y la demanda y que la empresa analizada sea idéntica a la que se va a comparar.
- Crédito Mercantil ó Goodwill, es el método que establece el valor que tiene la empresa por encima de su valor contable (método estático) y con lo cual pretende representar el valor de los elementos inmateriales que no aparece reflejado en el balance general, pero que, aporta una ventaja respecto a otras empresas del sector; elementos como la calidad de la cartera de clientes, el liderazgo sectorial, las marcas, las patentes, alianzas estratégicas, entre otros. Pero este método tiene un problema<sup>13</sup> al establecer su valor, ya que no existe unanimidad metodológica para su cálculo.

El método más apropiado para valorar la empresa en cuestión, es descontar los flujos futuros esperados, ya que el valor de las acciones de una empresa proviene de la capacidad de la misma de generar flujos para los propietarios de las acciones.

---

<sup>13</sup> FERNÁNDEZ, Pablo. Métodos de valoración de empresas. Price water house Coopers Professor of Corporate Finance. 48p. Madrid. IESE Business School, 2008.

## 4.1 MÉTODO DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE DESCONTADO

La etapa básica para llevar a cabo una valoración por Flujos Caja Libre Descontado describe Fernández (2001), son llevadas a cabo de la siguiente manera:

1. Análisis de históricos y estratégico.
2. Elaboración de proyecciones financieras.
3. Cálculo de los Flujos de Caja y valor residual.
4. Calcular el valor de la empresa

A continuación, se explica cada uno de estos pasos:

### 1. Análisis Históricos y estratégico de la empresa y el sector

Este primer paso consiste en analizar los datos históricos de la empresa, estableciéndolos en un análisis financiero y un análisis estratégico como se muestra la tabla 2.

**Tabla 2. Análisis histórico y estratégico de la empresa y el sector**

1. Análisis histórico y estratégico de la empresa y del sector	
<b>A. Análisis financiero</b>	<b>B. Análisis estratégico y competitivo</b>
Evolución de las cuentas de resultados y balances	Evolución del sector
Evolución de los flujos generados por la empresa	Análisis de las personas: directivos y empleados
Evolución de las inversiones de la empresa	Evolución de la posición competitiva de la empresa
Evolución de la financiación de la empresa	Identificación de la cadena de valor
Análisis de la salud financiera	Posición competitiva de los principales competidores
Ponderación del riesgo del negocio	Identificación de los inductores de valor ( <i>value drivers</i> )

Fuente: FERNÁNDEZ, Pablo. Métodos de valoración de empresas. Price water house Coopers Professor of Corporate Finance. 48p. Madrid. IESE Business School, 2008

Todo esto para dar respuesta a preguntas como:

- ¿La empresa está generando liquidez, o consumiéndola?

- ¿Qué cantidad de endeudamiento respecto a los recursos propios ha empleado la empresa?
- ¿Cómo ha evolucionado la capacidad de endeudamiento de la empresa en el pasado? ¿Cuál ha sido la política de dividendos histórica de la empresa?

## **2. Elaboración de Proyecciones Financieras**

En esta etapa se proyectan los resultados futuros de la empresa. Para lo cual se debe buscar el máximo entendimiento de las variables críticas de generación de valor de la empresa en el futuro y su impacto en el crecimiento y en la rentabilidad sobre el capital invertido. Estas proyecciones permiten inferir sobre la forma en que la empresa se va a desarrollar. Los pasos a seguir en la reflexión a efectuar deben dar cobertura a los siguientes aspectos:

- Determinar el tiempo y el nivel de detalle de la proyección.
- Entender la estrategia sobre el futuro rendimiento de la compañía, considerando las características del sector, las ventajas y desventajas competitivas de la empresa, etc.
- Traducir la estrategia anterior en proyecciones financieras de la cuenta de Estado de Resultados, Balance General y Flujo de Caja.
- Elaboración de escenarios alternativos con el fin de someter la proyección financiera desarrollada a un análisis de sensibilidad con el fin de identificar las variables críticas de la proyección.
- Analizar las proyecciones efectuadas desde el punto de vista de los inductores de valor (ROIC-WACC, rentabilidad, endeudamiento, etc.), con el fin de asegurar la consistencia y coherencia de la proyección con la estrategia analizada.

### 3. Cálculo de los Flujos de Caja y valor residual.

El Flujo de Caja Libre de la empresa mide los flujos de efectivo generados por las operaciones propias del negocio y representa el flujo disponible para atender a los acreedores y a los accionistas actuales. En este tipo de valoración se considera la vida indefinida de la compañía.

Se definen dos etapas en la vida futura de la empresa: la primera etapa corresponde al periodo de la proyección, y la segunda etapa es la de crecimiento estable que corresponde a la vida de la empresa después del último año de la proyección equivalente a una perpetuidad.

Por lo que concluimos que en el valor de la empresa se diferencian dos componentes que son sumados:

- 1) El primer componente representa el valor presente de los flujos proyectados y mide el valor acumulado de los flujos de caja libre de la empresa, proyectados para un número específico de años. Se calcula de la siguiente manera:

$$VP \text{ DEL FLUJO LIBRE} = \sum_{t=1}^n \text{flujo libre}_t / (1 + WACC)^t$$

WACC= Costo Promedio Ponderado de Capital

n= Último año de la Proyección

- 2) Segundo componente; valor residual, mide la generación de flujo libre de la empresa en marcha, más allá del último año de proyección durante la etapa de crecimiento estable a perpetuidad, donde tenemos las siguiente formula:

$$VALOR \text{ RESIDUAL} = \frac{F_n * (1+g)}{(wacc-g)}$$

Donde  $g$  es la tasa de crecimiento anual real después del año  $n$ .

$$\text{VP DEL VALOR RESIDUAL} = \frac{\text{Valor residual}_n}{(1+WACC)^n}$$

#### 4. Cálculo del Valor de la Empresa

El valor de la empresa se estima al sumar los dos componentes anteriores.

VALOR DE LA EMPRESA = VP Flujo de Caja Libre + VP Valor Residual.

$$\text{VALOR DE LA EMPRESA} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{Flujo Caja Libre}_t}{(1+WACC)^t} + \frac{\text{Valor Residual}_n}{(1+WACC)^n}$$

## 5. ANALISIS DEL SECTOR

### 5.1 PANORAMA GENERAL

El sector transporte se clasifica como un servicio, en el que su razón de ser radica en transportar o mover personas y/o carga (bienes) a lo largo de un espacio físico, utilizando tres modos: terrestre, aéreo o fluvial (y sus combinaciones). El transporte terrestre está constituido, por un lado, por el transporte por carreteras de vehículos de toda clase, que transportan carga y pasajeros y, por otro lado, por el transporte ferroviario con locomotoras. El transporte aéreo comprende el uso del espacio aéreo de aviones de toda clase y el transporte fluvial implica el transporte por mar, ríos y lagos<sup>14</sup>.

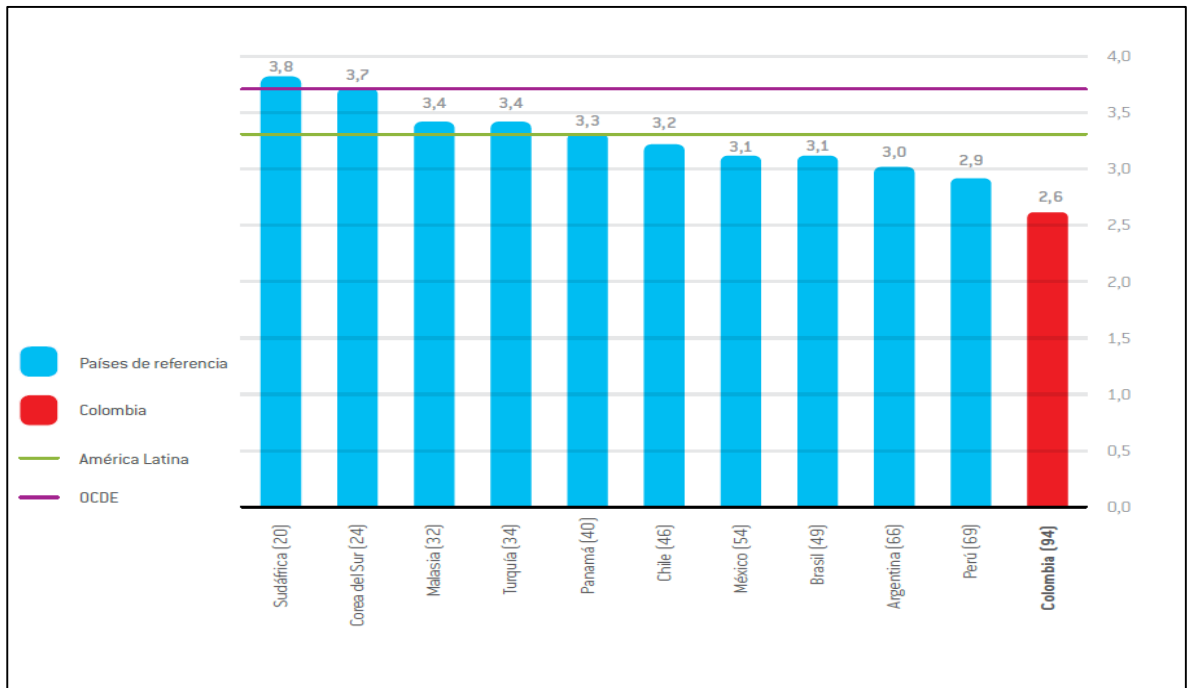
En Colombia se ha tratado de promover todo en temas logísticos de transporte mediante diversos programas de gobierno y políticas públicas, lo cual se ha enfocado de forma participativa y con la determinación de obtener un permanente desarrollo y crecimiento del país. Sin embargo, durante los últimos años, el desempeño logístico del país se ha deteriorado drásticamente. Colombia pasó del puesto 72 entre 155 países en 2010, al puesto 97 entre 160 países en 2014 y ascendió al puesto 94 para el 2016. Esto significa que mientras en 2010, el 46,5% de los países tenían un mejor desempeño logístico que Colombia, en 2014 el 60% y para el 2016 un 58,8%. En el contexto latinoamericano, Colombia sólo está por encima de Honduras, Haití y Bolivia, y con respecto a países de referencia ocupa el

---

<sup>14</sup> TOBÓN, Alexander, et al. Análisis sobre la evolución reciente del sector de transporte en Colombia. *Perfil de Coyuntura Económica*, 2009, no 13, p. 147-163.

último lugar como se muestra en la gráfica 1, donde una menor posición representa una mejor posición<sup>15</sup>.

**Gráfica 1. Índice de Desempeño Logístico. Colombia y países de referencia, 2016**



Fuente: Banco Mundial

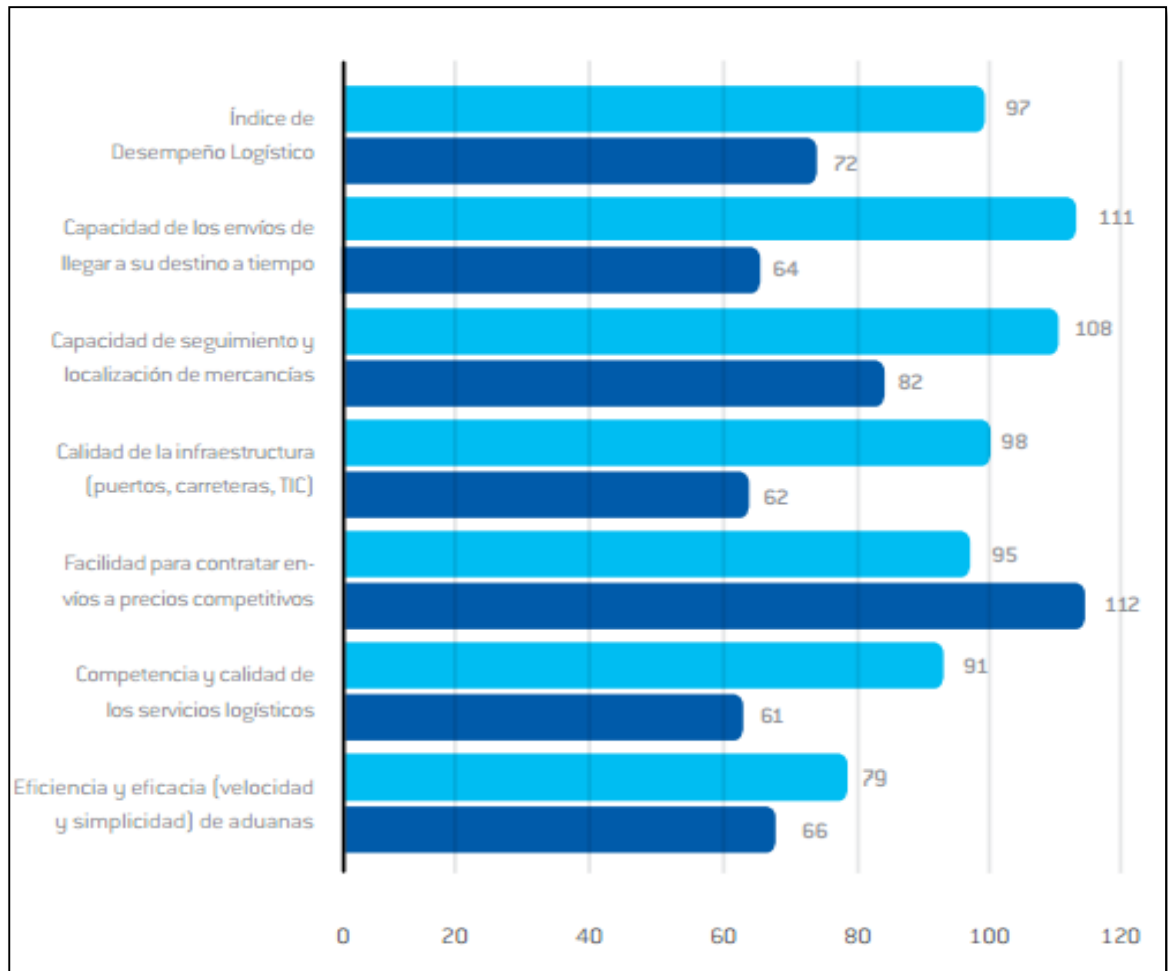
El bajo desempeño logístico en el país se explica por factores como mala infraestructura, la limitada capacidad de los envíos de llegar a su destino a tiempo, la falta de seguimiento y localización de las mercancías, y la dificultad de contratar envíos a precios competitivos. A continuación, en la gráfica 2 se muestra la posición de Colombia en el índice de desempeño logístico y sus componentes, comparación entre el año 2010 (color azul oscuro) y 2014 (azul claro), donde una menor posición representa un mejor desempeño logístico. Posición entre 155 países para 2010 y

<sup>15</sup> CONSEJO PRIVADO DE COMPETITIVIDA. Informe nacional de competitividad nacional, 2015-2016 y 2016-2017 Disponible en < <http://www.compite.com.co/site/wp-content/uploads/2015/11/INC-2015-2016.pdf> >

posición entre 160 para 2014. En cuanto a los costos de transporte, a nivel internacional, el país registra los costos de transporte más elevados en relación con países de referencia, situación que se replica en el contexto latinoamericano.

Es claro que este sector tiene grandes retos debido a la gran informalidad que presenta a la falta de organización, la escasez de capital, la falta de implementación de políticas adecuadas, la poca infraestructura vial, sumado a las características topográficas del país y los altos costos para los generadores de carga y el consumidor final, lo cual frena el crecimiento de esta actividad y hace que este sector sea poco atractivo para invertir por el riesgo tan algo que este trae.

**Gráfica 2. Posición en el Índice de Desempeño Logístico y sus componentes, 2010-2014**

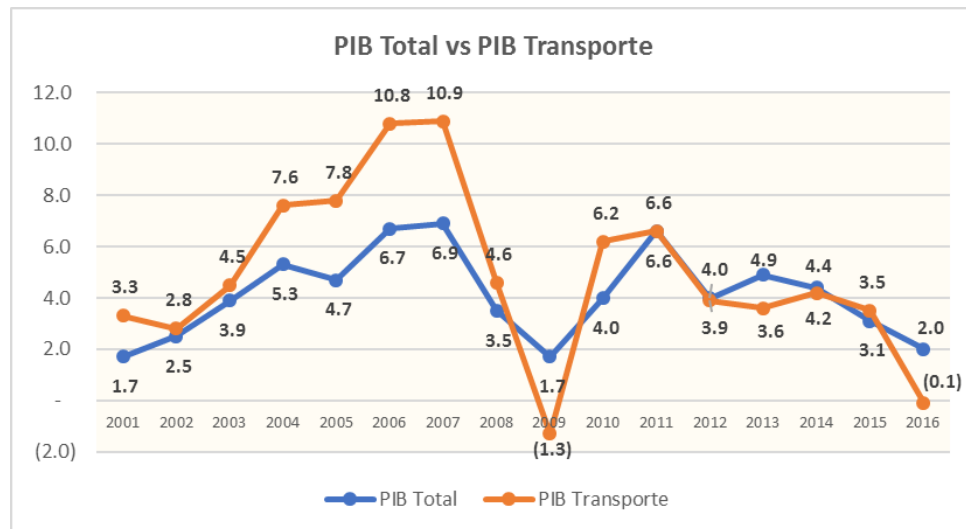


Fuente: I bip., p. 139

Por su parte, el gobierno se ha enfocado en tratar temas como el precio de los combustibles, el desarrollo de las redes de carreteras, en lograr una mejora en la organización gremial, y durante los últimos años se ha aliado con las diferentes agremiaciones que se han venido creando para lograr fletes adecuados tanto para quienes demanden como para quien ofrece el servicio y así alcanzar competitividad en este ámbito.

A pesar de las variables expuestas anteriormente que afectan el buen desempeño de este sector, entre los años 2001 a 2008 su PIB estuvo por encima del PIB nacional, para los años siguientes el crecimiento del PIB de transporte ha estado por debajo del nacional, como se muestra en la gráfica 3.

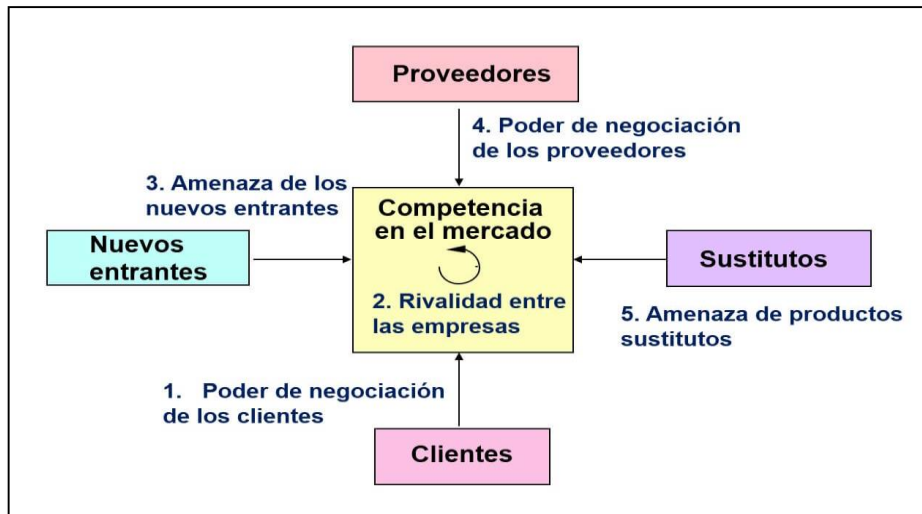
**Gráfica 3. PIB de transporte, almacenamiento y comunicaciones, y PIB total**



Colfecar, que es la Federación Colombiana de Transportadores de Carga por Carretera, y que tiene como misión defender y representar la industria transportadora de carga y de quienes se dedican a esa actividad, en su publicación Revista Colfecar Edición N° 6,<sup>16</sup> muestra el concepto de competitividad propuesto por Michael Porter (Ilustración 1) y las cinco fuerzas de la competitividad aplicadas al sector transporte y las cuales se enumeran a continuación:

<sup>16</sup> Observaciones del consejo privado de competitividad al sector transporte de carga / Revista Colfecar, Edición 6 (enero-marzo 2016), Bogotá, Online visión gráfica. P 26-30. Trimestral. ISSN 2422-1477. Disponible en <<http://www.colfecar.org.co/EJEMPLARES%20REVISTA%20COLFECAR/1-2016.pdf>>

## Ilustración 1. Las 5 Fuerzas de Porter



Fuente: 5 FUERZAS DE PORTER [en línea disponible en <http://www.5fuerzasdeporter.com/>

1. Poder de negociación con los clientes: Los clientes en este sector corresponden a los generadores de la carga los cuales cuentan con el poder de negociación, debido a que las relaciones en la cadena de transporte son de tipo pendular, es decir dependen de la coyuntura. En la actualidad existe una sobreoferta de vehículos, dificultades en la consecución de la carga y por ende fletes deprimidos y en consecuencia los transportadores prestan sus servicios de acuerdo a la tendencia de precios que se encuentren en el mercado.
2. Rivalidad entre empresas: La diversificación del servicio de transporte es casi que nula, ya que el servicio consiste en llevar de un origen a un destino; no obstante, es posible analizar esta fuerza al considerar a algunas empresas que se ha venido especializando en la cadena de suministro de abastecimiento en particular.
3. Analizado desde otro ángulo, la sobreoferta de habilitaciones para prestar el servicio y la falta de regulación de la normatividad vigente ha generado competencia desleal en el sector.

4. Amenaza de nuevos entrantes: La inversión para ingresar al sector es baja y no existe restricciones por parte de las autoridades competentes para nuevas empresas; estos factores facilitan la creación de nuevas organizaciones año a año según la tabla 3.

**Tabla 3. Histórico de empresas de Transporte de Carga Habilitadas**

Año	Empresas de Transporte de Carga Habilitadas	Var% anual
2002	1068	
2003	1211	13.39%
2004	1326	9.50%
2005	1434	8.14%
2006	1558	8.65%
2007	1775	13.93%
2008	1914	7.83%
2009	2004	4.70%
2010	2086	4.09%
2011	2358	13.04%
2012	2528	7.21%
2013	2685	6.21%
2014	2854	6.29%
2015	2925	2.49%
2016	3069	4.92%

Fuente: Ministerio de Transporte

5. Poder de negociación de los proveedores: Estos corresponde a las empresas que generan insumos para los transportadores, que en este caso corresponde al vehículo de carga y sus repuestos; con la caída de los precios del petróleo, el aumento del precio de la gasolina y el aumento del precio del ha generado un crecimiento en el valor de los insumos importados y ha generado una disminución de su poder de negociación.
6. Amenaza de productos sustitutos: El sector transporte de carga no posee un sustituto directo, pues, los demás modos deben ser un complemento al servicio de transporte terrestre, teniendo en cuenta que se deben orientar las actividades

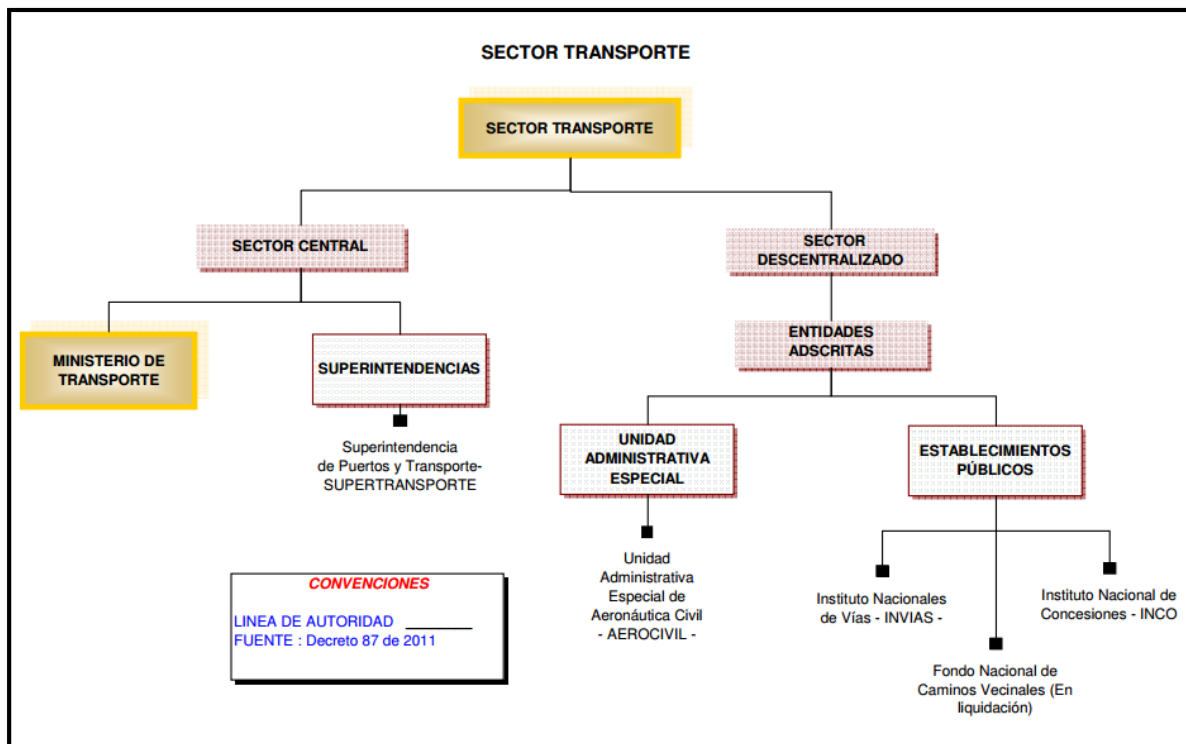
logísticas y de transporte hacia el multimodalismo en donde no exista competencia entre modos, sino que estos se complementen entre sí

## **5.2 ENTIDADES REGULADORAS DEL SECTOR**

Con la Ley primera de 1991, el Decreto 2171 de 1992 y la Ley 105 de 1993 (Ley del Transporte), se mostró una perspectiva diferente del sector ya que nació el Ministerio de Transporte, el Instituto Nacional de Vías, el Fondo de Cofinanciación de Vías el cual facilitó la inversión privada en la construcción, administración y mantenimiento de las instalaciones portuarias y vías de transporte, y surgieron las Sociedades Portuarias Regionales de Santa Marta, Barranquilla; Cartagena, Buenaventura y Tumaco. Desapareció el Ministerio de Obras Públicas, el Fondo Vial Nacional, el Distrito de Obras Públicas, Colpuertos y se descentralizó las responsabilidades del Ministerio de Obras Públicas, donde el Gobierno solo atendería las vías principales y las vías regionales pasarían a ser atendidas por los Departamentos y Municipios.

Hoy en día el sector transporte está regulado por las siguientes entidades públicas; El Ministerio de Transporte, La Superintendencia de Puertos y Transporte, La Unidad Administrativa Especial de Aeronáutica Civil, El Instituto Nacional de Vías-INVIAS, y El Instituto Nacional de Concesiones INCO, de la manera mostrada en la ilustración 2.

## Ilustración 2. Entidades reguladoras del sector



Fuente FUNCIÓN PÚBLICA. Sector transporte. Disponible en <https://www.funcionpublica.gov.co/documents/418537/506917/1280.pdf/79f135ce-b682-44b6-8270-582fa6927678>

El Ministerio de Transporte tiene como objetivo primordial la formulación y adopción de las políticas, planes, programas, proyectos y regulación económica en materia de transporte, tránsito e infraestructura de los modos de transporte carretero, marítimo, fluvial, férreo y aéreo y la regulación técnica en materia de transporte y tránsito de los modos carretero, marítimo, fluvial y férreo.

Por su parte, la Superintendencia ejerce las funciones de inspección, vigilancia y control que le corresponden al presidente de la república como suprema autoridad administrativa, en materia de puertos de conformidad con la ley 01 de 1991 y en materia de tránsito, transporte y su infraestructura de conformidad con la delegación prevista en el decreto 101 del 2000.

Por otro lado, la Unidad Administrativa Especial de Aeronáutica Civil tiene como objetivo garantizar el desarrollo de la aviación civil y de la administración del espacio aéreo en condiciones de seguridad y eficiencia en concordancia con las políticas, planes y programas gubernamentales en materia económico-social y de relaciones internacionales.

El Instituto Nacional de Vías, Invías, tiene como objeto la ejecución de las políticas, estrategias, planes, programas y proyectos de la infraestructura no concesionada de la Red Vial Nacional de carreteras primaria y terciaria, férrea, fluvial y de la infraestructura marítima, de acuerdo con los lineamientos dados por el Ministerio de Transporte.

Y el Instituto Nacional de Concesiones, INCO, tiene por objeto planear, estructurar, contratar, ejecutar y administrar los negocios de infraestructura de transporte que se desarrollen con participación del capital privado y en especial las concesiones, en los modos carretero, fluvial, marítimo, férreo y portuario.

Adicional a las entidades mencionadas, también tenemos una unidad de naturaleza especial que es la agencia Nacional de Infraestructura- ANI, la cual es adscrita al Ministerio de Transporte y tiene como objeto planear, coordinar, estructurar y contratar los proyectos de concesiones para el diseño, construcción, mantenimiento, operación y administración de la infraestructura pública de transporte en todos sus modos y de los servicios conexos.

### **5.3 TRANSPORTE DE CARGA**

**5.3.1 Generalidades.** El transporte de carga es un servicio importante dentro de toda economía ya que permite conectar las diferentes actividades sociales y económicas de una sociedad y por lo general su comportamiento es directamente

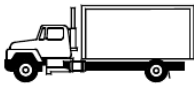




proporcional al comportamiento económico del país, es la herramienta básica para colocar los productos al alcance del consumidor en el territorio nacional o en el extranjero. El transporte de carga forma parte de la cadena de distribución, ya que, cumple con el transporte de los productos a un determinado costo (el cual es conocido como flete) desde el punto de partida hacia el destino final de la mercadería.


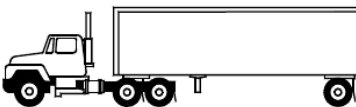

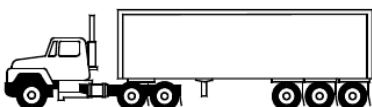
De acuerdo con el tipo de empaque en el que es transportada la mercancía, esta se puede clasificar en:

- Carga Granel
- Hidrocarburos
- Carga general
- Contenedor refrigerado
- Carga contenedores
- Carbón Y Minerales
- Carga Semigranel
- Ganado
- Petróleo Crudo
- Productos Refrigerados

También existen diferentes tipos de parque automotor de carga, la Resolución 4100 de 2004 reglamenta la tipología para vehículos automotores de carga para transporte terrestre, así como los requisitos relacionados con dimensiones, máximos pesos brutos y máximos pesos por eje, para su operación normal en la red vial en todo el territorio nacional. En ilustración 3 se presentan los tipos de vehículos que conforman el parque automotor colombiano en la actualidad:

### Ilustración 3. Tipos de vehículos del parque Automotor Colombiano

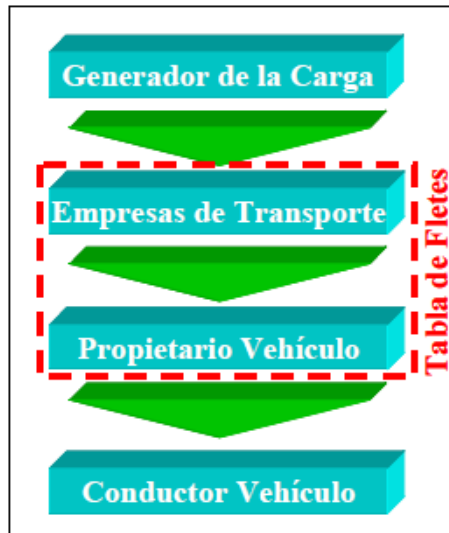
Designación	Configuración	Descripción
C2		Camión de dos ejes Camión Sencillo
C3		Camión de tres ejes Dobletroque
C4		Camión de cuatro ejes
C2S1		Tractocamión de dos ejes con semirremolque de un eje
C2S2		Tractocamión de dos ejes con semirremolque de dos ejes

Designación	Configuración	Descripción
C2S3		Tractocamión de dos ejes con semirremolque de tres ejes
C3S1		Tractocamión de tres ejes con semirremolque de un eje
C3S2		Tractocamión de tres ejes con semirremolque de dos ejes
C3S3		Tractocamión de tres ejes con semirremolque de tres ejes

Fuente: DNP, Documento CONPES 3489

Por otro lado, dentro de la actividad del servicio de transporte de carga por carretera participan cuatro figuras; los generadores de la carga, empresas de transporte, el propietario del vehículo y por último los transportadores. Es así como se muestra en la ilustración 4 como está definida dentro de la normatividad vigente los diferentes actores de la cadena de transporte de carga.

#### Ilustración 4. Estructura organizacional de sector



Fuente: DNP, Documento CONPES 3489

El documento Conpes 3489<sup>17</sup> que fue aprobado el 1 octubre de 2007 las define de la siguiente manera:

- El Generador de Carga: Esta es una persona natural o jurídica el cual celebra un contrato de prestación de servicio con la empresa de transporte. Es quien entrega la mercancía al transportador, para que la traslade de un lugar a otro actuando por cuenta propia o ajena.
- La Empresa de Transporte: es una persona jurídica que cuenta legalmente con la habilitación por porte del Ministerio de Transporte para prestar el servicio público de transporte por carga y es quien tiene el mandato y responsabilidad legal de llevar o conducir las mercancías, lo cual puede efectuar en vehículos propios o de terceros.
- El Propietario del Vehículo: Esta es una persona natural o jurídica y es el transportador de hecho al servicio de una empresa de transporte, mediante un contrato de vinculación permanente o temporal del equipo.

<sup>17</sup> DEPARTAMENTO NACIONAL DE PLANEACIÓN. Documento Conpes 3489, política nacional de transporte público automotor de carga. (2007) p. 25. Disponible en: <<https://www.mintransporte.gov.co/descargar.php?id=453>>

- El Conductor del Vehículo: Es el operador del medio de transporte, su relación directa es con el propietario del vehículo y muchas ocasiones es el mismo propietario. En Colombia este tipo de empleo es informal.
- Destinatario de la Carga: Es la persona natural o jurídica a quien se envía la mercancía y que puede ser al mismo generador de la carga.

**5.3.2 Antecedentes del Transporte de Carga en Colombia.** En Colombia se empezó a institucionalizar el transporte carga en las décadas del siglo XX con la conformación del Ministerio de Obras Públicas creado en el mandato de Rafael Reyes y con la construcción de redes viales, las cuales para el año 1914 contaba con cerca de 600km de vías y para 1930 con 5.700km con la finalidad dar respuesta al crecimiento el transporte Automotor.

En el año 1949 se creó la ley de transporte, la cual, buscó asignar parte de las rentas corrientes del gobierno a las carreteras, en especial para la red troncal y el departamento principales, debido a que se venía evidenciando la desconexión en las diferentes zonas del país que no permitía un desarrollo sostenible.

Para el año de 1960 se evidenció la interconexión de la red troncal del país y se creó el Fondo Nacional de Caminos Vecinales (FNCV) que velaba por la construcción de las vías de penetración. Para el año 1967 el gobierno instauró un impuesto sobre los combustibles donde la finalidad era la financiación de carreteras.

En cuanto a la relación empresa de transporte y propietario del vehículo, en el contexto actual del sector, estas relaciones económicas están reguladas por la resolución número 888 del Ministerio de Transporte de 2006, en la cual, se establecen los valores mínimos a cobrar por concepto de fletes. A pesar de que estas tarifas se encuentren reglamentadas, hoy en día existen ineficiencias en el cumplimiento y en la veracidad de estas tarifas, debido a que el gobierno no ha logrado contar con una herramienta precisa para establecer dichos valores y

tampoco cuenta con la capacidad para controlar su cumplimiento, dado lo anterior se ha venido generando una brecha importante entre los costos operativos y los valores efectivamente pactados para la movilización y una descompensación en el sistema.

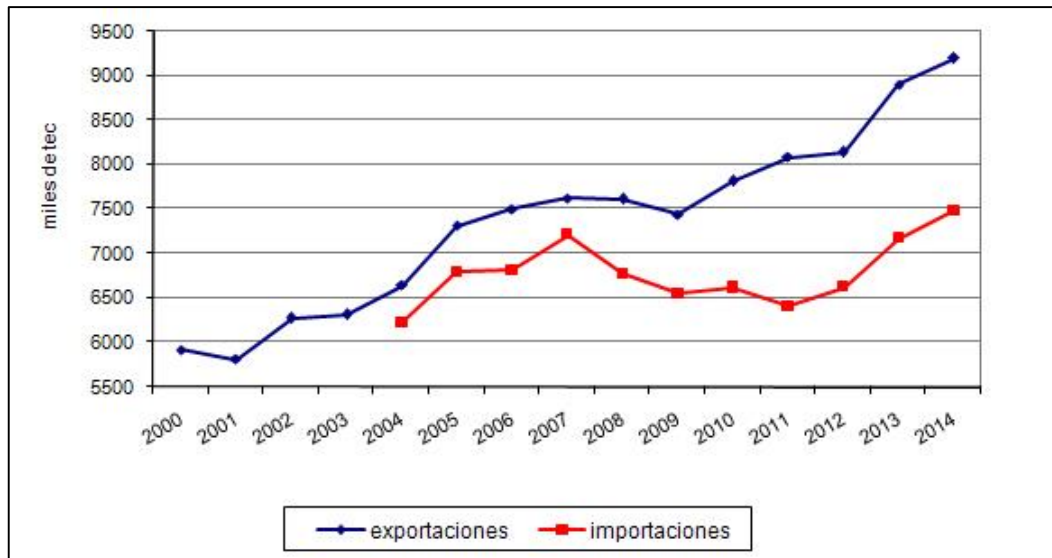
En los últimos años el sector ha venido siendo estudiado, evaluado y proyectado en los planes de desarrollo del país por considerarse clave para el desarrollo de la competitividad.

**5.3.3 Entorno.** En la medida que el comercio mundial crece a un gran ritmo como muestra la ilustración 5, el flujo de mercancía al interior y el exterior del país ha aumentado, y hoy en día fluctúa con mayor facilidad gracias a los tratados de libre comercio. En este contexto, el sector transporte de carga en Colombia debe adaptarse con eficiencia en la prestación del servicio de transporte de mercancía en términos de calidad, oportunidad, tiempo y costos, así como extender su cobertura a las regiones más aisladas de la geografía nacional. Dentro de este sector, la logística se convierte en un factor fundamental para competir tanto en los mercados nacionales como en los internacionales. Dado que, el buen desempeño logístico comprende un conjunto de variables como infraestructura, competitividad y calidad en servicios de transporte; eficiencia y eficacia en aduanas y puertos; capacidad de seguimiento y localización de mercancías, entre otros, que permiten optimizar los tiempos y costos de transporte, almacenamiento y distribución, desde la fase de suministro hasta el consumidor final.<sup>18</sup>

---

<sup>18</sup> CONSEJO PRIVADO DE COMPETITIVIDA. Informe nacional de competitividad nacional, 2014-2015. P. 324. Disponible en <[http://www.compite.com.co/site/wp-content/uploads/2014/11/CPC\\_INC-2014-2015-1.pdf](http://www.compite.com.co/site/wp-content/uploads/2014/11/CPC_INC-2014-2015-1.pdf)>

### Ilustración 5. Evolución del comercio mundial



Fuente: USDA

Desde un punto de vista teórico, el sector del transporte Automotor de carga colombiano no enfrenta fallas de mercado que ameriten la intervención estado; el panorama muestra gran número de oferentes y demandantes, bajas barreras a la entrada, producto relativamente homogéneo y acceso a la información disponible de mercado, como fletes y costos de operación. No obstante, la dinámica reciente del sector se ha caracterizado por episodios de sobreoferta y fletes deprimidos<sup>19</sup>

Esta sobre oferta en gran parte se debe al ingreso de nuevos camiones y a esto se le suma la lenta salida de vehículos obsoletos y la falta de definición de una vida máxima regulada, establecida como condición para la prestación del servicio.

Hasta el año 2013, el 37,3%<sup>20</sup> de los camiones de servicio público tiene más de 20 años en servicio, lo que se traduce en costos operativos elevados (reparaciones

<sup>19</sup> DEPARTAMENTO NACIONAL DE PLANEACIÓN. Documento Conpes: lineamientos de política para la modernización del transporte automotor de carga y declaratoria de importancia estratégica del programa de reposición y renovación del parque automotor de carga (2013). P.36. Disponible en: < <https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/Conpes/Econ%C3%B3micos/3759.pdf> >

<sup>20</sup> I bis., p. 9.

más frecuentes y costosas y mayor consumo de combustibles y lubricantes), baja rentabilidad para sus propietarios, y altas externalidades negativas, reflejadas en contaminación ambiental, congestión en los principales corredores de carga y accidentalidad vial, principalmente.

Razón por la cual, el gobierno con el Decreto 1347 de 2005, buscaba regular la sobreoferta, estableciendo por ley que el ingreso de vehículos al parque de Servicio Público de transporte terrestre Automotor de carga se haría por reposición, es decir, con previa demostración de que el o los vehículos repuestos fueron sometidos al proceso de desintegración física total y la cancelación de su licencia de tránsito. Sin embargo, en la práctica, la posibilidad de pagar la caución (póliza de Chatarrización) ha hecho que la restricción a la entrada no controle efectivamente el tamaño del parque, y no incida contundentemente en la renovación del mismo.

A pesar de las acciones adelantadas por el Gobierno Nacional, el ritmo de salida de vehículos obsoletos y depreciados físicamente no ha sido suficiente para alcanzar la renovación total del parque Automotor de transporte público de carga. Adicionalmente, en Colombia las condiciones para la prestación del servicio en lo que a edad del parque se refiere no se encuentran reguladas, la cobertura de los controles técnico-mecánicos no ha sido la esperada, y el costo de capital asociado a las condiciones de ingreso es elevado.

En línea con lo anterior, en el 2015, después de Nicaragua, Colombia registra la flota con la edad promedio más elevada entre 15 países de América Latina. Lo que a 2015 sigue generando externalidades negativas; como problemas de seguridad vial y de la carga, congestión en los corredores y daño al medio ambiente, y por supuesto, incrementa los costos de transporte y reducción de la calidad del servicio prestado.<sup>21</sup>

---

<sup>21</sup> CONSEJO PRIVADO DE COMPETITIVIDAD. Op., cit. p.145.

Pero se debe resaltar que recientemente el Departamento Nacional de Planeación (DNP) con apoyo del Banco Mundial contrató un estudio para una propuesta de Plan Estratégico para el Sector Transporte Automotor de Carga<sup>22</sup>, con el q se propone dar continuidad a la implementación del programa de renovación y reposición del parque Automotor, fortalecimiento del sistema RUNT, reglamentando la vida útil de los vehículos de Carga a 15 años, y mejorando los controles de la revisión técnico-mecánica. Adicionalmente, afirma que es importante permitir la entrada al mercado de vehículos combinados de carga de alto rendimiento y con mayor capacidad, ya que el uso de estos vehículos disminuye los costos logísticos y ambientales, sin comprometer la malla vial y la seguridad en las carreteras.

El Consejo Privado de Competitividad (CPC), recomienda actualizar la regulación de tipologías de vehículos, con el fin de que se deje de hablar de peso bruto y se tenga en cuenta la distribución de la carga de acuerdo con el número de ejes del vehículo; también que se cuente con un sistema de peajes electrónicos que permitirá reducir los tiempos muertos y el riesgo de administración de altas sumas de dinero en carretera por parte de los conductores y sugiere actualizar la normatividad sobre requisitos para la habilitación de empresas de transporte de carga (Decreto 173 de 2001).

Por otro lado, la infraestructura también juega un papel importante en la eficiencia del sector. En cuanto a este factor, el panorama de Colombia no es muy bueno, pues, mientras en 2010, 69,8% de los países estaba en una mejor posición que Colombia en materia de calidad de la infraestructura, en 2015 este porcentaje se incrementó a 78,6%. Este retroceso se debe principalmente a la baja calidad de la infraestructura vial y férrea. Dicha situación ubica al país en el puesto 110 entre 140 países, en la posición 13 de 19 países en América Latina y en uno de los últimos

---

<sup>22</sup> COLFECAR Observaciones del consejo privado de competitividad al sector transporte de carga / Revista Colfecar, Edición 6 (enero-marzo 2016), Bogotá, Online visión gráfica. P 26-30. Trimestral. ISSN 2422-1477. Disponible en <<http://www.colfecar.org.co/EJEMPLARES%20REVISTA%20COLFECAR/1-2016.pdf>>

lugares respecto a países de referencia. Para mejorar esta situación, Colombia ha entrado en un proceso de modernización de su infraestructura con ritmos de inversión que han promediado valores del 3.2%<sup>23</sup> del PIB durante la última década.

No obstante y a pesar de la baja calidad en infraestructura y elevados costos a los que se enfrenta el sector en materia de transporte de carga, en el contexto de la contabilidad nacional, el resultado no es tan oscuro, pues, la relación entre la producción nacional PIB y el crecimiento del sector transporte de carga están muy relacionados, ya que, a mayor producción de bienes se genera de una manera proporcional una mayor demanda del servicio, además, el tratado de libre comercio ya cubre cerca del 70% de nuestro comercio, lo que quiere decir que existe demanda del servicio de transporte de carga capaz de superar los sobrecostos. Por ejemplo, se ha presentado una tendencia creciente en la cantidad de toneladas transportadas, la cual pasó de 84 millones de toneladas en 2002 a los 220 millones de toneladas en 2013, lo que refleja un crecimiento promedio anual del 8.3%.

En cuanto a la movilización de la carga al interior de Colombia, el 73% del total de toneladas transportadas en el país (220.3 millones de toneladas) se realizó por la modalidad vial al cierre de 2013. Así, esta es la cifra más alta entre los distintos medios de transporte y prácticamente triplicó el valor alcanzado por el segundo medio de transporte más utilizado (férreo, con una participación del 26%). Adicionalmente, cabe destacar que dicho liderazgo se ha sostenido a lo largo de los últimos diez años, alcanzando registros iguales o superiores al 70%,<sup>24</sup> y esto dado la ausencia de transporte multimodal, que ha llevado a una dependencia del modo carretero, lo cual es superior en relación a otros países como Brasil (52%) o Canadá (43%). Para poder reducir esta brecha el PND propone el establecimiento de cuatro

---

<sup>23</sup> ANIF. Costos de transporte, Multimodalismo y la competitividad de Colombia. (2014). P. 192. Disponible en: < [http://anif.co/sites/default/files/uploads/LIBRO%20MULTIMODALISMO%20ANIF-CCI\\_1.pdf](http://anif.co/sites/default/files/uploads/LIBRO%20MULTIMODALISMO%20ANIF-CCI_1.pdf)>

<sup>24</sup> I bis., p. 26.

plataformas logísticas a 2018; dos en la región centro-occidente y dos en la región pacífica<sup>25</sup>.

Para terminar esta descripción, cabe resaltar que los actores del sector transporte de carga; generadores de la carga, empresas de transporte, dueños de los vehículos, transportadores y gobierno, deben unir sus esfuerzos para lograr mayores grados de eficiencia en la operación de este sector, y así poder enfrentar con alto grado de competitividad las exigencias del mercado nacional e internacional.

---

<sup>25</sup> Observaciones del consejo privado de competitividad al sector transporte de carga / Revista Colfecar, Edición 6 (enero-marzo 2016), Bogota, Online visión gráfica. P 26-30. Trimestral. ISSN 2422-1477. Disponible en <<http://www.colfecar.org.co/EJEMPLARES%20REVISTA%20COLFECAR/1-2016.pdf>>

## **6. CASO DE ESTUDIO: “VALORACIÓN DE UNA COMPAÑÍA DEDICADA A LA OPERACIÓN LOGÍSTICA DE TRANSPORTE”**

### **6.1 ANÁLISIS GENERAL DE LA HOLDING**

**6.1.1 Antecedentes.** El Holding a valorar está compuesto por 4 unidades de negocio que ofrece al sector industrial y comercial, servicios especializados de logística, operaciones portuarias, almacenamiento y transporte de carga terrestre en el territorio colombiano con una experiencia de 10 años.

La más antigua de las compañías “compañía 1” se constituyó en el año 2006 como una oportunidad de negocio, desarrollando la compra y venta de insumos avícolas para la comercialización de los mismos al interior del país y su logística asociada. De acuerdo con los resultados de la operación, los cuales superaron las expectativas de los inversionistas fundadores, se proyectó la expansión del negocio a nivel nacional y hoy presta el servicio de transporte de carga terrestre en el territorio nacional, a través de 18 agencias estratégicamente ubicadas en los principales corredores viales del país.

Para el año 2008 se creó una segunda empresa, “compañía 2”, la cual nació como una oportunidad de negocio para satisfacer la necesidad de almacenamiento para clientes del sector avícola que traían su materia prima por el puerto de Santa Marta. Para tal objetivo se adquirió una bodega en esta ciudad, ubicada a 12 kilómetros de la Sociedad Portuaria de Santa Marta, con un tamaño de 7 hectáreas y una bodega de 4.200 metros cuadrados. Hoy en día esta compañía presta servicios de almacenamiento de diferentes tipos de mercancías, como graneles, minerales y siderúrgicos en su bodega propia y alquiladas ubicadas en los 4 principales puertos del país.

En el año 2009, la compañía que prestaba su servicio de transporte con flota 100% tercerizada, consideró dentro de su estrategia, la compra de flota propia, con la cual se lograría fidelizar cliente y adquirir contratos a largo plazo; por consiguiente, se creó una tercera compañía, “compañía 3”, para la compra y administración de la flota propia y de terceros. Esta compañía actualmente cuenta con 152 equipos propios, entre tractocamiones, remolques y tanques.

Para el año 2010 se integró una compañía que ya se encontraba en marcha, “compañía 4”, dedicada de transporte intermodal fluvial, terrestre, operaciones portuarias y operaciones de cargue y descargue de buques en fondeo en las ciudades de Barranquilla, Cartagena y Barrancabermeja. Esto se dio como estrategia del grupo para lograr abarcar la cadena logística de servicios de transporte y poder lograr ofrecer mejores servicios y tarifas a los clientes.

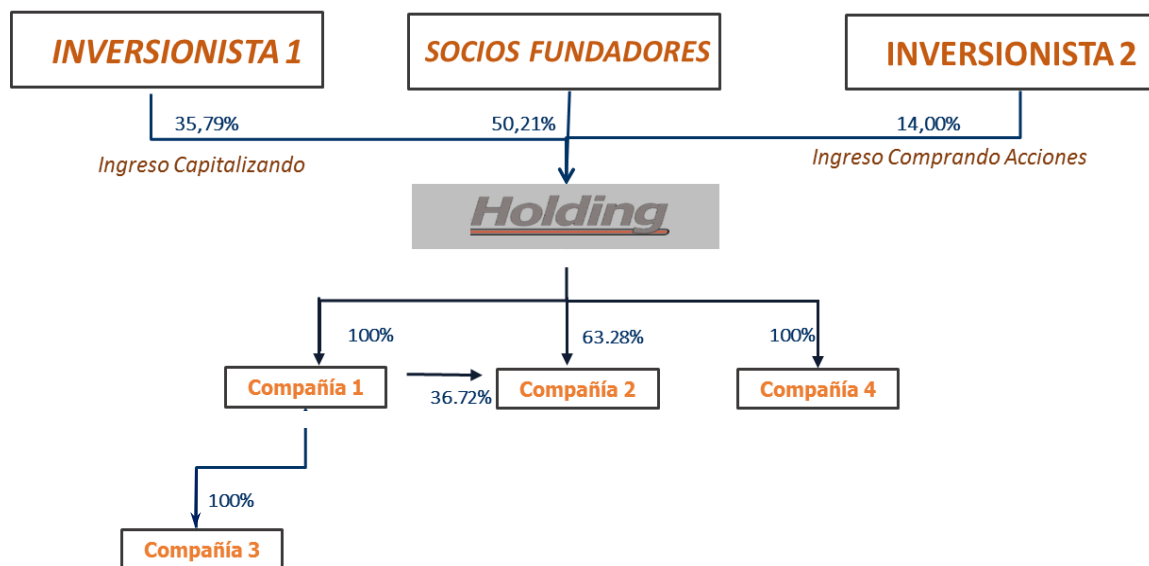
A mediados de 2013, se emprende la búsqueda de un nuevo socio como parte del plan estratégico de las compañías y ante las necesidades de inversión y el apalancamiento para financiar el acelerado crecimiento que venían presentando.

Fue así como, en el año 2014 se crea el Holding, quien integró a las compañías anteriormente mencionadas y con ello se formaliza la entrada de un fondo de inversión y adicionalmente se logra la vinculación como inversionista a una empresa chilena, quien con su experiencia de más de 90 años en logística internacional brindaría el conocimiento y soporte necesarios para fortalecer las operaciones.

Hoy en día las cuatro unidades de negocio prestan un servicio integral a sus clientes y están integradas en cabeza del Holding, pero cada una bajo diferentes razones sociales por temas de manejos operativos y comerciales.

**6.1.2 Estructura Societaria.** A continuación, se muestra el resultado de la estructura societaria de la compañía organizada después del ingreso de los nuevos inversionistas y la constitución del holding.

**Ilustración 6. Estructura societaria actual del Holding**



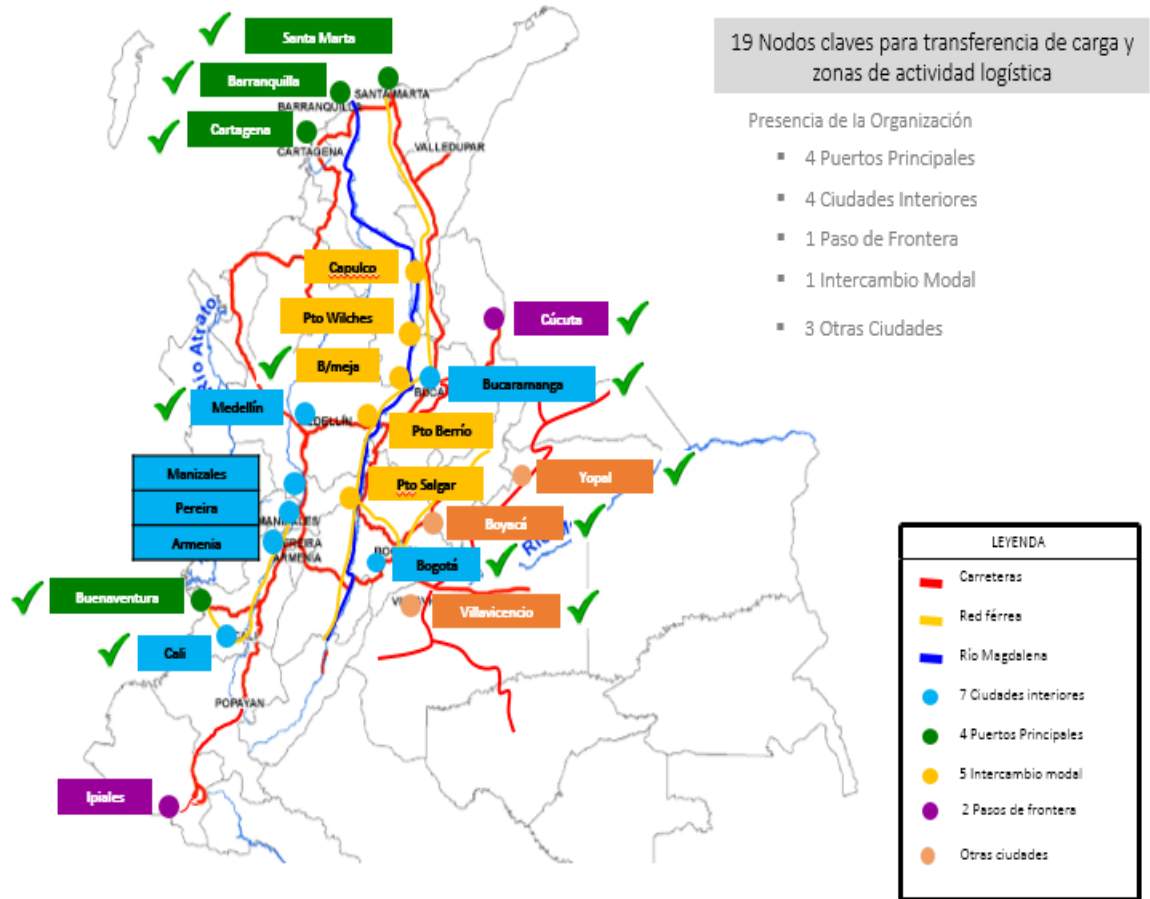
Fuente: suministrada por la compañía

En la Ilustración 6, se puede apreciar que los socios fundadores de las compañías se redujeron a un 50,21% con la entrada de 2 nuevos inversionistas; el “Inversionista 1” ingresa capitalizando la compañía y como resultado alcanza una participación del 35,79%; mientras que el “Inversionista 2” ingresa comprando acciones de la compañía por consiguiente no se refleja inyección de capital fresco y dando como resultado una participación en un 14% de la Holding.

Adicional la Holding es dueña del 63,28% de la compañía 2 y 100% de la compañía 4 y 1; donde esta última es dueña del 100% de la compañía 3 y del 36.72% del restante de la compañía 2.

**6.1.3 Ubicación de la Compañía.** Actualmente la compañía tiene presencia a nivel nacional, contando con 18 agencias de despachos en las diferentes ciudades del país, 2 oficinas comerciales en Bogotá y Barranquilla y 1 oficina Administrativa en la ciudad de Bucaramanga.

**Ilustración 7. Red Física Intermodal y transferencia de Carga de Colombia**



Fuente: DNP. "Logística para la Competitividad". XXXII Congreso Nacional de Transporte. Sept/07

Fuente: suministrada por la compañía

La red intermodal de la transferencia de carga en Colombia está compuesta por los 4 puertos principales (verde), donde el holding tiene presencia en todos; por 7 ciudades del interior (azul), donde está ubicada en 4 de ellas; 5 puntos de

intercambio modal (Amarillo) ubicándose en 1 y finalmente 2 pasos de frontera donde la organización se localizan también en 1.

**6.1.4 Productos Movilizados.** La organización presta sus servicios para el manejo de los siguientes productos:

### Ilustración 8. Tipos de Carga Movilizadas



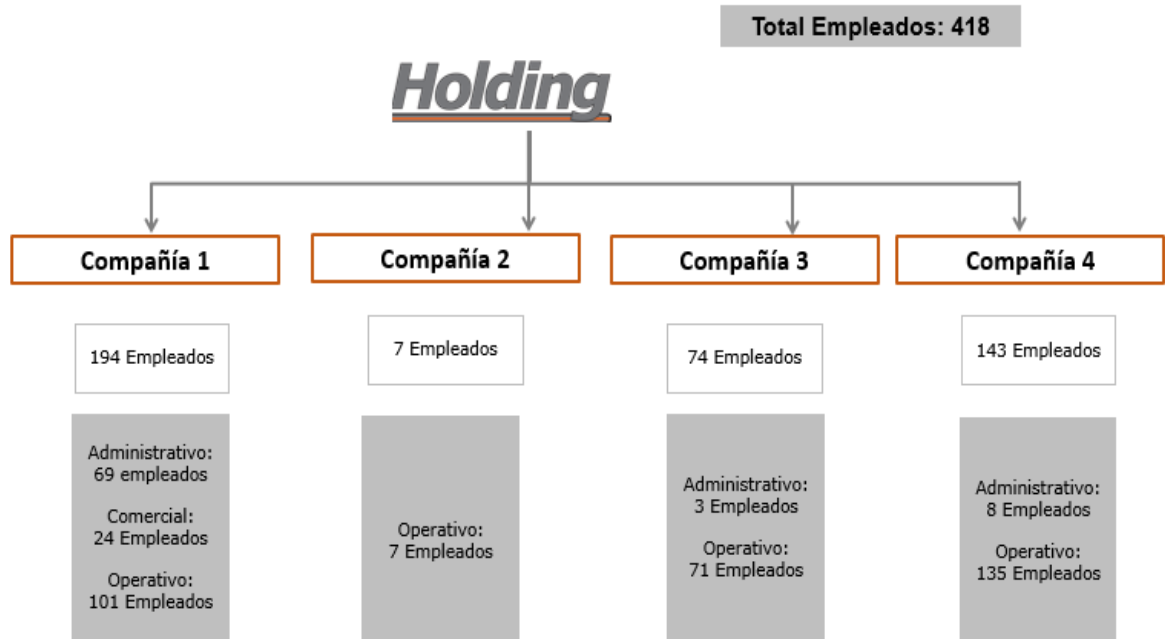
Fuente: suministrada por la compañía (Información a diciembre 2016)

Entre los productos de mayor peso dentro de la participación de sus ingresos se encuentran los graneles, siderúrgicos, carbón y biocombustibles.

Los nuevos productos a los cuales la compañía está gestionando un crecimiento para los próximos años corresponden contenedores, refrigerados, fertilizantes y químicos.

**6.1.5 Talento Humano.** El talento humano distribuido en las compañías está compuesto como la ilustración 9.

**Ilustración 9. Organización de Personal en la Holding**



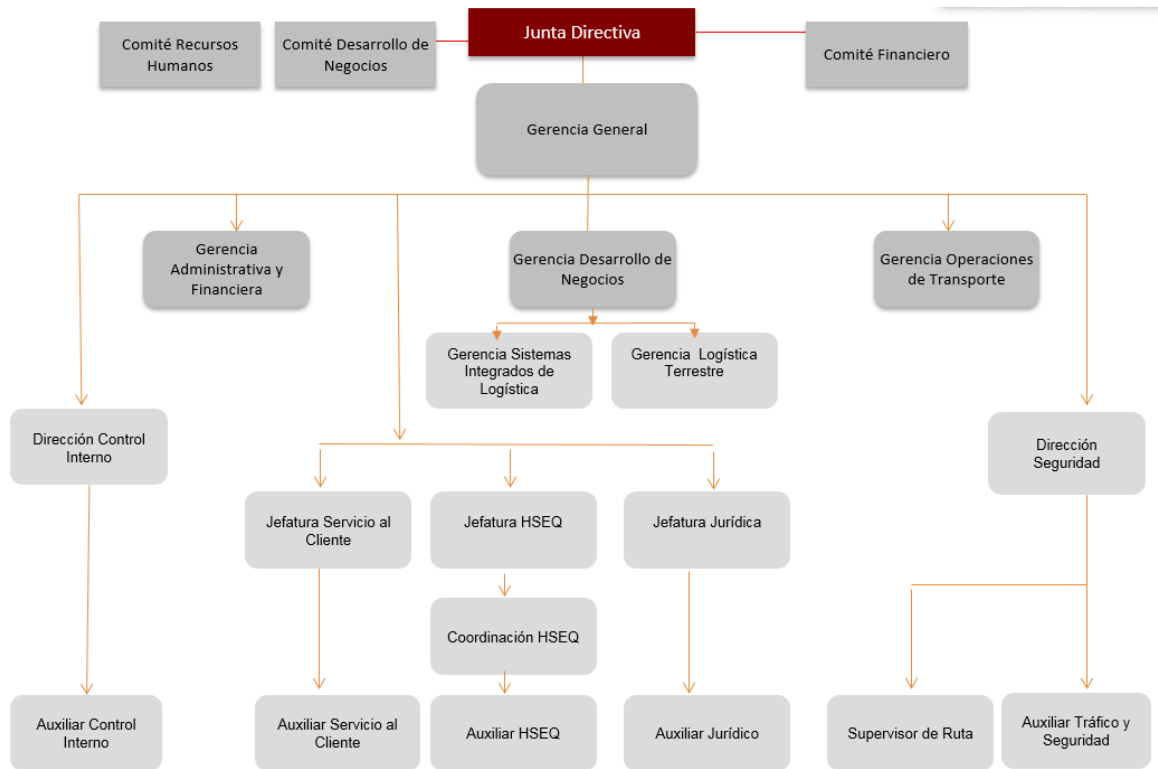
Fuente: suministrada por la compañía. (Información a diciembre 2016)

Del total de los empleados de la Holding el 46,41% se encuentran en la compañía 1, el 34,21% en la compañía 4, el 17,7% en la compañía 3, el restante 1,68% en la compañía 2.

Del total de empleados el 19,13% realizan labores administrativas, el 5,75% comerciales y 75,12% se encuentran vinculados a temas operativos.

**6.1.6 Estructura Organizacional.** La estructura Organización de la Holding se encuentra compuesta como se muestra en la ilustración 10.

## Ilustración 10. Organización de Personal en la Holding



Fuente: suministrada por la compañía.

La organización cuenta con una Junta Directiva compuesta por un total de 5 miembros, de los cuales 3 corresponden a los socios fundadores y 2 a los inversionistas.

Cuenta con 3 comités de control donde se encuentra el Comité Financiero, Comité de Desarrollo de Negocios y Comité de Recursos Humanos.

Actualmente existen 4 gerencias principales: la Gerencia General, Gerencia Administrativa y Financiera, Gerencia de Desarrollo de Negocios y la Gerencia Operativa.

**6.1.7 Situación Legal.** La sociedad denominada como la Holding es de naturaleza comercial y dentro de la especie es una sociedad por acciones simplificadas, de nacionalidad colombiana, y se registró por las cláusulas en la Ley 1258 de 2008 y en las demás disposiciones legales aplicables.

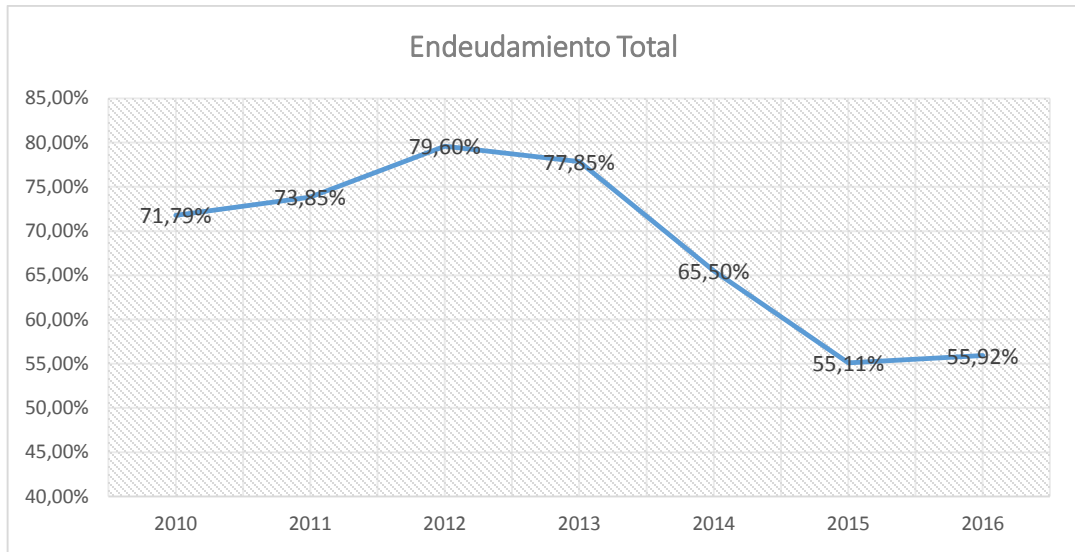
Conforme a lo estipulado en el artículo 5 numeral 5 de la Ley 1258 de 2008, la Compañía tiene como objeto social principal la realización de cualquier actividad económica lícita tanto en Colombia como en el extranjero.

Sin perjuicio de lo anterior, la Compañía podrá llevar a cabo, en general, todas las operaciones independientemente de su naturaleza, que estén relacionadas directa o indirectamente con las actividades que desarrolle dentro del objeto social mencionado, así como cualesquiera actividades similares, conexas o complementarias o que permitan facilitar o desarrollar el comercio o la industria de la Compañía.

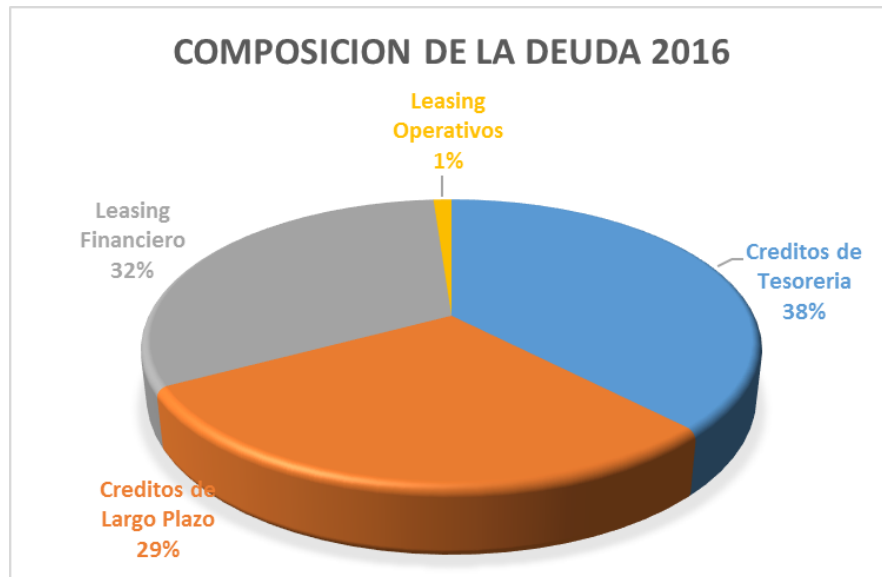
**6.1.8 Situación Financiera.** La compañía a lo largo de los años ha tenido varias fases en su nivel de endeudamiento como se evidencia en la gráfica 4, se observa que entre los años 2010 a 2013 este indicador mostró creciendo paulatino, debido al crecimiento operativo de las compañías. Para el año 2014, año en el que se dio el ingreso de los inversionistas, este indicador muestra decrecimientos hasta llegar a cierre del 2016 en un 55,92%.

La compañía a cierre del año 2016 mostró un Endeudamiento Total de \$ 30.974 millones de los cuales la mayor participación estaba compuesta por los créditos de tesorería con un 38%, seguido por Leasing financiero con un 32%, créditos de largo plazo con una porción del 29% y pequeña participación en leasing operativo del 1%, como muestra la gráfica 5.

**Gráfica 4. Endeudamiento Total**



**Gráfica 5. Composición de endeudamiento a 2016**



## 6.2 ANÁLISIS ESTRATÉGICO Y COMPETITIVO

**6.2.1 Posición Competitiva.** Para la identificación de las cuotas de participación de las Compañías en el mercado relevante, se tuvo en cuenta los ingresos

operacionales de las 4 compañías y de los sus competidores; tomando como referencia las bases de datos del servicio de información para mercados emergentes “EMIS Benchmark” informe sectorial.

En las tablas se identificó como competidor a toda empresa que prestara el servicio público de transporte terrestre Automotor de carga a nivel nacional; servicios portuarios y almacenamiento; adicionalmente se utilizó la información pública que de las sociedades que se encuentra disponible.

#### **a. Sector de Transporte de Carga por Carretera**

Primero se realizó el análisis con las empresas del Sector de transporte de carga por carretera con información histórica de los ingresos operacionales de los años 2011 a 2015 donde se tuvieron los datos de la tabla 4.

Se concluye en la tabla 5, que del total de los ingresos operacionales del 2015 las compañías relevantes del sector de transporte de carga por carretera, la compañía 4 tiene una participación del 0.14% del mercado y para la compañía 1 del 0.23% para un total de las dos 0.37%; lo cual reitera que el sector se encuentra poco concentrado entre los competidores y existe un gran número de compañías que presta este servicio por la informalidad del mismo.

**Tabla 4. Ingresos operacionales 2010-2014 de la Compañía 1 y 4 y sus competidores relevantes en el sector de Transporte de Carga por Carretera**

cifras en millones	Ventas / Ingresos operacionales				
	Nombre Empresa	2015	2014	2013	2012
DISTRACOM S.A.	1,533,371	1,092,702	967,287	814,354	624,518
SERVIENTREGA S.A.	544,382	533,653	498,424	470,338	422,512
COMERCIALIZADORA GIRALDO Y GOMEZ Y CIA S.A.	359,676	1,056,152	819,590	645,553	571,628
COLOMBIANA DE TANQUES COLTANQUES LTDA	279,037	316,505	321,257	300,074	287,918
TRANSPORTADORA COMERCIAL COLOMBIA S.A.	240,886	236,448	216,914	207,991	200,147
COLVANES LTDA	224,867	228,398	210,746	207,367	220,312
PROVEEDOR Y SERCARGA S.A.	217,774	48,987	37,006	42,184	26,828
TRANSPORTES EMPRESARIALES DEL OCCIDENTE LTDA TEMPO LTDA	151,136	148,557	123,543	129,919	100,137
TRANSPORTES VIGIA S.A.S.	136,891	143,420	134,219	62,772	37,791
COMPAÑIA TRANSPORTADORA DE VALORES PROSEGUR DE COLOMBIA	134,152	140,615	113,826	112,227	110,490
BLU LOGISTICS COLOMBIA S.A.S.	132,565	133,976	108,642	47,539	48,151
TRANSPORTES T E V S.A.	110,651	99,103	85,417	75,221	44,735
TRANSPORTADORA DEL META S.A.	108,037	98,275	112,058	125,308	123,357
COTRASC	101,489	165,296	195,317	155,530	162,438
TRANSPORTES ICEBERG DE COLOMBIA S.A.	99,459	-	91,623	124,519	75,847
ASOCIADOS DISTRIBUIDORES DE DERIVADOS DEL PETROLEO LTDA	94,907	133,493	147,058	132,373	117,468
EMPRESA DE DISTRIBUCIONES INDUSTRIALES S.A. - EDINSA	92,760	54,796	46,780	39,494	35,421
MAMUT DE COLOMBIA S.A.	90,040	-	139,585	147,750	164,530
DESPACHADORA INTERNACIONAL DE COLOMBIA S.A.S.	83,104	-	-	-	-
TRANSPORTES SANCHEZ POLO S.A.	82,867	93,942	98,612	86,440	81,054
INTEGRAL DE SERVICIOS TECNICOS S.A.S.	65,650	145,797	174,658	164,163	97,192
TRANSPORTES Y SERVICIOS TRANSER S.A.	59,709	67,374	74,396	82,522	82,963
TRANSPORTES JOALCO S.A.	59,393	58,447	74,950	66,766	-
SEPTIP INGENIERIA S.A.	55,808	61,890	64,880	64,395	74,012
IMBOCAR S.A.	55,800	48,670	43,823	-	44,684
OLEOTANQUES S.A.S.	55,691	35,794	45,055	20,523	-
RED INTEGRADORA S.A.S.	53,232	49,952	31,974	24,300	13,584
T.D.M. TRANSPORTES S.A.	52,814	50,141	50,001	46,961	43,674
TRANSPORTADORA DE VALORES ATLAS LTDA	52,120	51,077	47,987	48,414	41,189
GRANELES Y CARGA S.A.	51,790	46,482	38,555	2,923	-
SERVICIOS COMPLEMENTARIOS EN LOGISTICAS S.A.S.	50,560	50,353	54,388	28,524	-
TRACTOCARGA LIMITADA	50,392	53,227	45,235	39,639	38,760
COLOMBIANA DE SERVICIOS LOGÍSTICOS S.A.S.	49,592	51,078	50,209	25,076	-
ZAFRAS S.A.	48,680	28,490	12,459	10,877	10,487
TIMON S.A.	48,177	48,747	49,640	43,006	43,386
ACPM LIMITADA	46,632	42,381	41,386	34,425	29,337
<b>COMPAÑIA 4</b>	<b>13,668</b>	<b>21,430</b>	<b>16,674</b>	<b>15,382</b>	<b>8,792</b>
<b>COMPAÑIA 1</b>	<b>22,249</b>	<b>19,798</b>	<b>18,047</b>	<b>17,053</b>	<b>16,699</b>
OTRAS	4,108,459	5,373,993	5,060,034	4,778,263	4,721,876
<b>Gran Total</b>	<b>9,820,482</b>	<b>11,031,453</b>	<b>10,464,268</b>	<b>9,442,177</b>	<b>8,723,928</b>

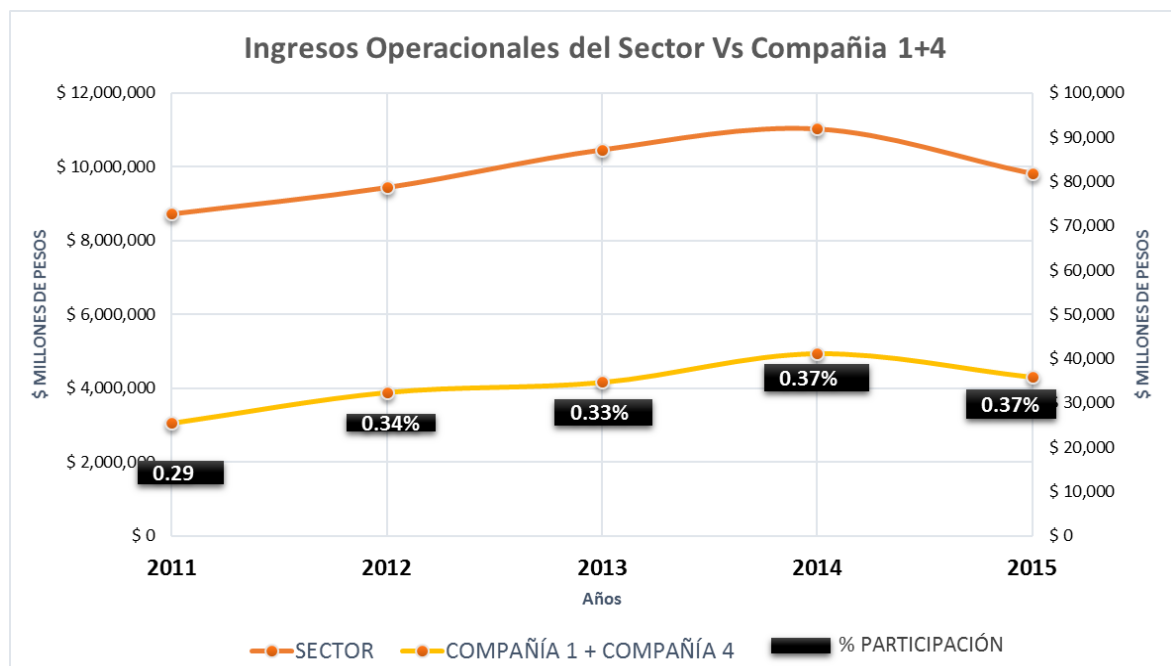
Fuente: Base de datos del servicio de información para mercados emergentes “EMIS Benchmark” informe sectorial

**Tabla 5. %Participación de la Compañía 1 y 4 con respecto al Sector**

	2015	2014	2013	2012	2011
<b>TOTAL INGRESOS OPERACIONALES</b>	<b>9,820,482</b>	<b>11,031,453</b>	<b>10,464,268</b>	<b>9,442,177</b>	<b>8,723,928</b>
% PARTICIPACION COMPAÑÍA 4	0.14%	0.19%	0.16%	0.16%	0.10%
% PARTICIPACION COMPAÑÍA 1	0.23%	0.18%	0.17%	0.18%	0.19%
<b>% PARTICIPACION GRUPO</b>	<b>0.37%</b>	<b>0.37%</b>	<b>0.33%</b>	<b>0.34%</b>	<b>0.29%</b>

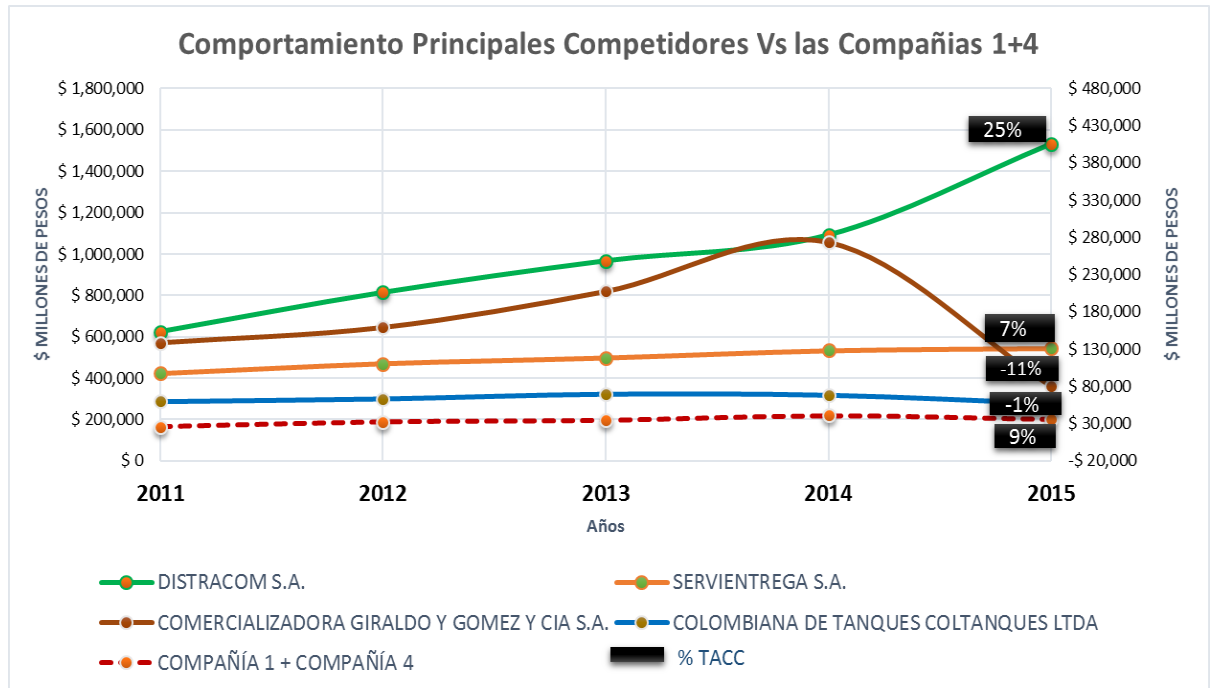
A continuación, en la gráfica 6 se ve la evolución de los ingresos operacionales de la compañía 1+4 vs. la suma de las empresas relevantes del sector, donde se evidencia en ambos casos que año a año existe un comportamiento de crecimiento.

**Gráfica 6. Ingresos Operacionales del Sector de Transporte de Carga por Carretera vs. Compañía 1+4**



Al comparar las compañías con los 4 principales competidores como se muestra en la gráfica 7, se observa que las compañías 1+4 han mostrado %TACC (tasa anual de crecimiento compuesto) del 9% valor que se encuentra por encima de varios de sus competidores; también se encuentra que la sociedad Distracom S.A ha mostrado un crecimiento compuesto del 25% y participa en el mercado con un 15.61%.

**Gráfica 7. Comportamiento de los Ingresos de principales competidores de Transporte de carga por Carretera vs Compañía 1+4**



**b. Sector de Operaciones Portuarias**

Se realizó el análisis con las empresas que realizan dentro de su foco de servicio operaciones portuarias, de igual manera se tomó información histórica de los ingresos operacionales de los años 2011 a 2015 donde se tuvieron los datos de la tabla 6.

En la Tabla 7, se puede observar que, del total de los ingresos operacionales del 2015 de las compañías relevantes del sector de operación portuaria, la compañía 5 tiene una participación del 0.7% del mercado.

**Tabla 6. Ingresos Operacionales 2011-2015 de la Compañía 4 y sus Competidores Relevantes en el Sector de Operaciones Portuarias.**

*cifras en millones*

Nombre Empresa	Ventas / Ingresos operacionales				
	2015	2014	2013	2012	2011
CHEVRON EXPORT S.A.S.	239,362	258,564	32,142	339	-
COMPAÑIA DE PUERTOS ASOCIADOS S.A.	183,140	120,755	100,691	95,495	-
SOCIEDAD PORTUARIA REGIONAL DE BARRANQUILLA S.A.	148,818	118,996	102,856	99,839	98,862
FL COLOMBIA S.A.S.	88,186	61,192	49,064	35,592	-
O.P.P. GRANELERA S.A.	53,946	48,742	-	45,425	48,800
PALERMO SOCIEDAD PORTUARIA S.A.	51,106	39,558	3,783	45,011	395,746
CEMEX ADMINISTRACIONES LTDA	46,902	41,396	39,687	1,795	-
C.I. ALMAVIVA COMERCIALIZADORA INTERNACIONAL S.A.	33,710	25,263	22,823	21,052	8,130
INTERWORLD FREIGHT LTDA	31,876	30,782	22,367	16,566	14,940
INATLANTIC S.A.	28,110	25,327	21,372	18,189	21,759
E C CARGO S.A.S.	27,822	22,838	14,463	15,646	4,846
SERVICIOS INTEGRALES MARITIMOS S.A.S.	24,824	19,525	11,000	8,087	-
GRUPO PORTUARIO S.A.	21,962	17,964	17,561	14,293	16,960
AMERICAN PORT COMPANY INC	21,568	12,639	4,510	5,299	5,409
OPERADORA DE SERVICIOS INTEGRALES TRADEMAR S.A.	21,334	20,741	16,263	15,013	13,774
ALLIED AVIATION COLOMBIANA S.A.S.	20,540	11,254	-	-	-
GRUAS MANIOBRAS Y MONTAJES LTDA	20,342	18,663	19,725	16,555	16,833
ALGRANEL S.A.	19,469	17,561	15,607	15,622	13,594
BARRANQUILLA INTERNATIONAL TERMINAL COMPANY S.A.	19,406	6,322	6,322	7,587	4,809
INTERMODAL S.A.	18,770	5,548	5,560	5,556	4,795
OPEINVIAS S.A.S.	18,626	17,664	16,214	15,175	-
ASESORIAS REPRESENTACIONES ADMINISTRACION Y SERVICIOS	17,758	13,538	12,607	10,592	9,594
GLOBAL SHIPPING AGENCIES S.A.S.	15,670	13,199	-	11,941	9,313
PORTMAGDALENA S.A.	15,638	13,800	14,563	7,033	6,426
SOCIEDAD PORTUARIA RIO GRANDE S.A.	15,029	12,038	12,496	15,826	19,859
GR LOGISTICA INTEGRAL S.A.S.	12,961	7,375	3,885	-	-
TERMINAL DE LIQUIDOS DE BARRANQUILLA S.A.	12,764	12,764	12,818	15,015	12,954
OPERADORA DE GRANOS DE COLOMBIA S.A.S.	12,212	10,240	-	7,479	-
OPERMERC ANDINA. S.A.S.	11,411	11,411	11,411	11,927	8,762
<b>COMPAÑIA 4</b>	<b>13,668</b>	<b>21,430</b>	<b>16,674</b>	<b>15,382</b>	<b>8,792</b>
OTRAS	612,945	728,075	719,033	685,501	598,868
<b>Gran Total</b>	<b>1,879,875</b>	<b>1,785,164</b>	<b>1,325,497</b>	<b>1,278,832</b>	<b>1,343,825</b>

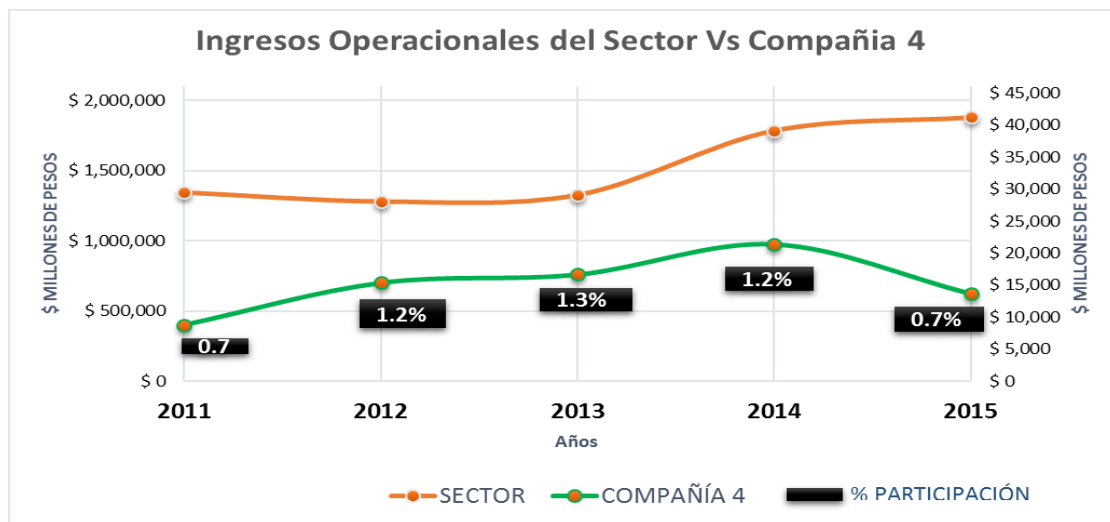
Fuente: Base de datos del servicio de información para mercados emergentes “EMIS Benchmark” informe sectorial

**Tabla 7. %Participación de la Compañía 1 y 4 con respecto al Sector**

	2015	2014	2013	2012	2011
<b>TOTAL INGRESOS OPERACIONALES</b>	<b>1,879,875</b>	<b>1,785,164</b>	<b>1,325,497</b>	<b>1,278,832</b>	<b>1,343,825</b>
<b>% PARTICIPACION COMPAÑIA 4</b>	<b>0.7%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.2%</b>	<b>0.7%</b>

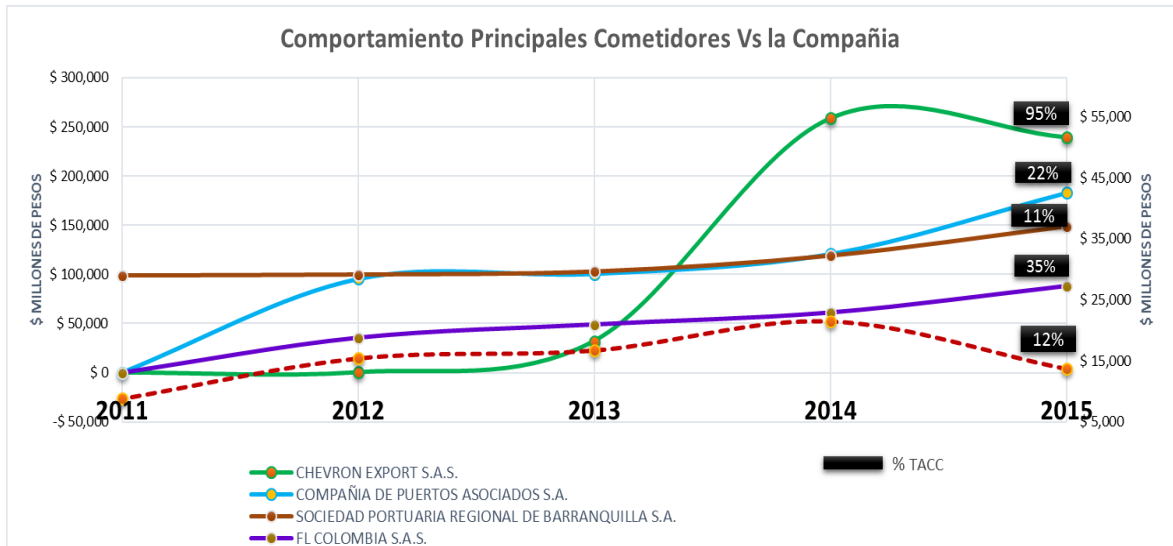
En la gráfica 8, se ve la evolución de los ingresos operacionales de la compañía 4 vs. la suma de las empresas relevantes del sector, se evidencia que la participación venia un crecimiento hasta el 2014 y a para el 2015 se una caída al 0.7%.

**Gráfica 8. Ingresos Operacionales del Sector de Operación Portuaria vs. la Compañía 4**



En la gráfica 9, se comparó el comportamiento de los ingresos de la compañía 4 con respecto a los 4 principales competidores, mostrando una %TACC (tasa anual de crecimiento compuesto) del 12% y también se evidencia que la compañía Chevron Export S.A.S tiene un crecimiento compuesto del 95% y una participación en el mercado del 12,7%.

**Gráfica 9. Comportamiento de los Ingresos de los principales competidores de Operaciones Portuarias Vs Compañía 4**



## Almacenamiento

Por último, se realizó el análisis con las empresas del Sector de Almacenamiento de mercancías con información histórica de los ingresos operacionales de los años 2011 a 2015 donde se tuvieron los datos de la tabla 8.

**Tabla 8. Ingresos operacionales de la Compañía 2 y sus competidores relevantes en el sector de Almacenamiento de Mercancías**

*cifras en millones*

Nombre Empresa	Ventas / Ingresos operacionales				
	2015	2014	2013	2012	2011
SUPPLA S.A.	231,916	230,220	206,481	199,758	186,681
PANALPINA S.A.	70,311	63,406	65,841	56,489	49,942
RANSA COLOMBIA COLFRIGOS S.A.S.	28,473	24,747	23,344	25,083	23,929
MARKETING E INVERSIONES S.A.S.	17,146	-	-	-	3,376
PORTAN S.A.	14,622	10,920	9,492	9,113	6,498
PATIOS DE CONTENEDORES DE COLOMBIA S.A.S.	9,288	5,489	4,944	5,753	8,349
COOPERATIVA MULTIACTIVA DE PROCESOS LOGISTICOS	1,279	1,228	947	791	60
ROLDAN Y CIA LTDA	-	22,326	24,649	22,214	17,458
<b>COMPAÑÍA 2</b>	10,442	11,281	11,293	8,060	9,302
OTRAS	-	-	-	4,724	13,186
<b>Gran Total</b>	<b>383,477</b>	<b>369,617</b>	<b>346,991</b>	<b>331,985</b>	<b>318,781</b>

Fuente: Base de datos del servicio de información para mercados emergentes “EMIS Benchmark” informe sectorial

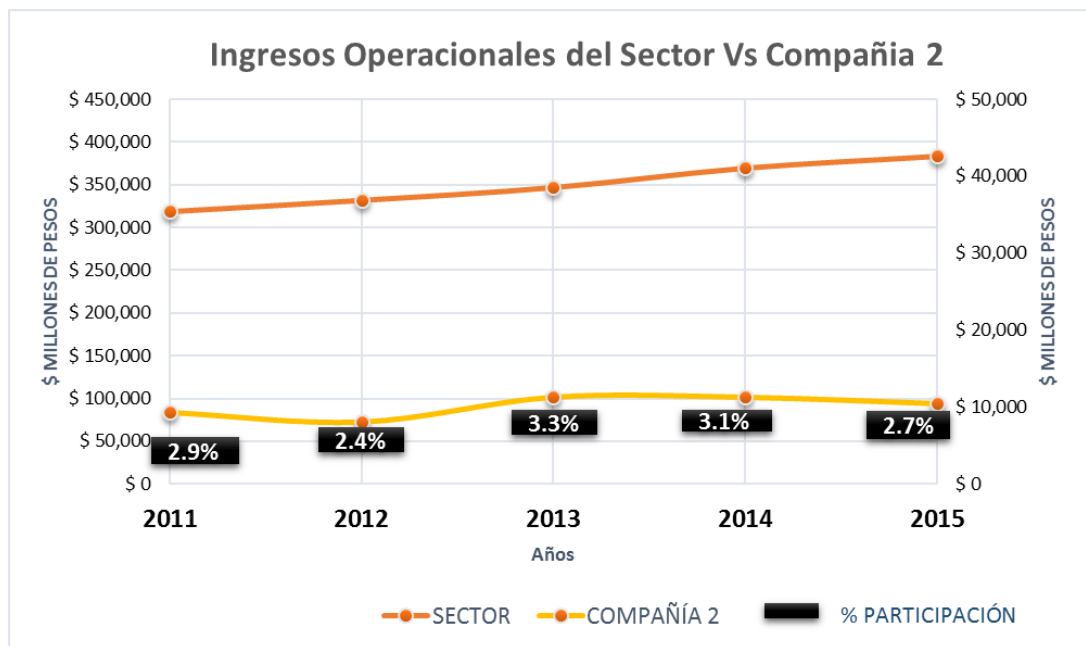
Como se refleja en la tabla 9, del total de los ingresos operacionales del 2015 de las compañías relevantes del sector de almacenamiento, la compañía 2 tiene una participación del 2.7% del mercado.

**Tabla 9. %Participación de la Compañía 2 con respecto al Sector**

	2015	2014	2013	2012	2011
<b>TOTAL INGRESOS OPERACIONALES</b>	<b>383,477</b>	<b>369,617</b>	<b>346,991</b>	<b>331,985</b>	<b>318,781</b>
<b>% PARTICIPACION COMPAÑÍA 2</b>	<b>2.7%</b>	<b>3.1%</b>	<b>3.3%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.9%</b>

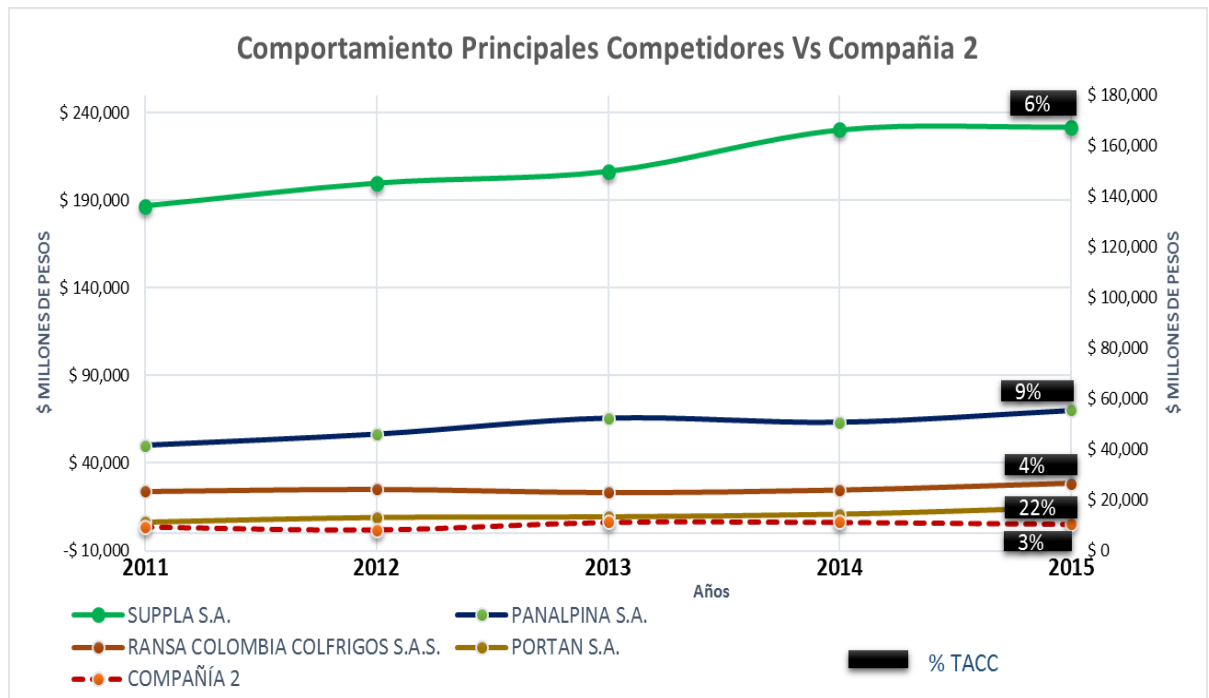
En la gráfica 10 se ve la evolución de los ingresos operacionales de la compañía 2 vs. la suma de las empresas relevantes del sector, donde igual se ve una curva creciente, aunque un poco más plana que el sector de transporte y de operación portuaria.

**Gráfica 10. Ingresos Operacionales del Sector de Almacenamiento vs. Compañías 2**



Comparando los ingresos operacionales de la compañía 2 con los 4 principales competidores como se muestra en la gráfica 11, se observa que las compañías han mostrado %TACC (tasa anual de crecimiento compuesto) del 3% y que la compañía Portan S.A ha mostrado un crecimiento los últimos años del 22%

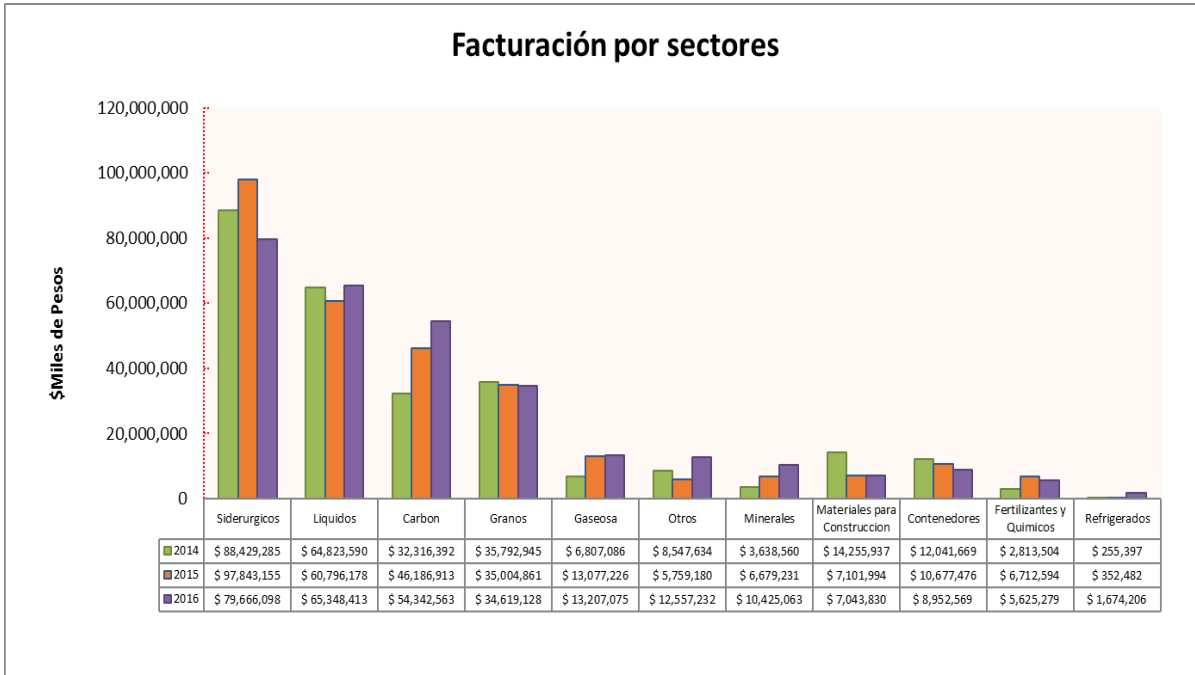
**Gráfica 11. Comportamiento de Ingresos de principales competidores de Almacenamiento Vs La compañía 2**



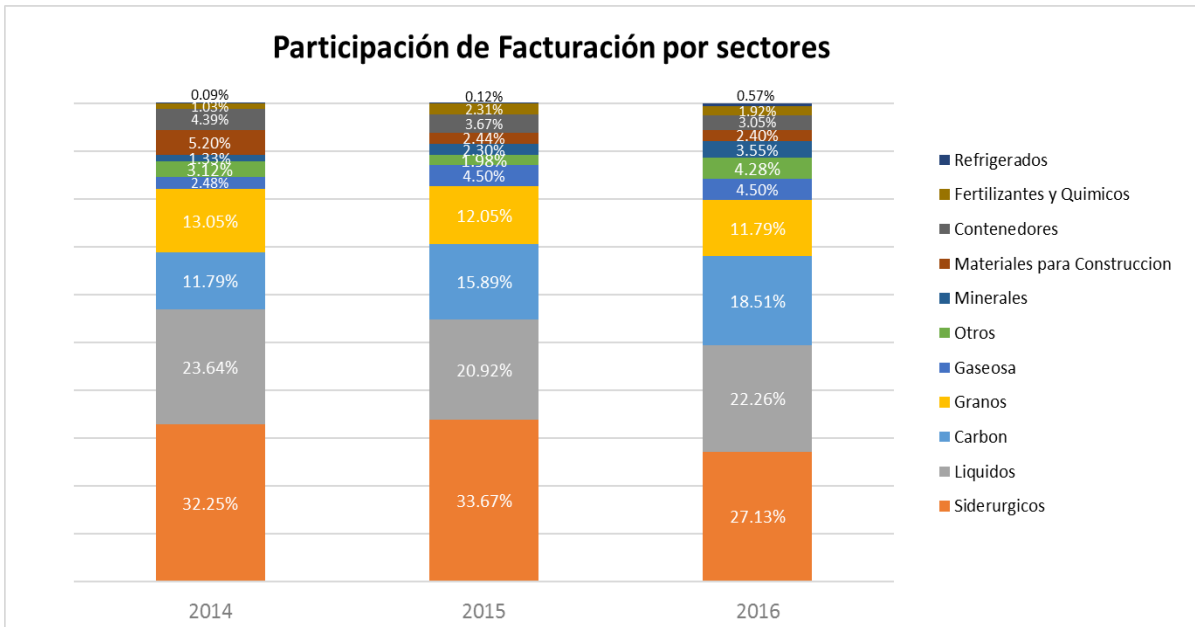
**6.2.2 Mercados.** Para determinar los mercados a los cuales la Holding interviene y la importancia que estos tiene en el desarrollo de su actividad se realizó un análisis histórico de la facturación de la empresa según dividida en sectores como se muestra en la gráfica 12 y 13

Se puede evidenciar que el principal sector al cual la compañía ofrece sus servicios es Siderúrgico con participación del 27,13 %, seguido por un 22,26% del sector de Líquidos el cual para el 2014 participó con el 23.64%, seguidamente se encuentra el sector de carbón el cual mostró un crecimiento importante entre 2014 y 2015 del 35% y participa del total de lo facturado en el 2016 con el 18,51%. Por último, dentro del Pareto de los sectores se encuentra el sector de los granos el cual ha mantenido una participación constante, en promedio del 12%.

**Gráfica 12. Facturación por Sectores 2014-2016**



**Gráfica 13. Participación de facturación por Sectores 2014-2016**



### 6.3 ANÁLISIS DE DATOS HISTÓRICOS

Para efectuar el diagnóstico financiero de la compañía se realizó una herramienta en Excel con el análisis horizontal de los estados financieros de la sociedad para los años 2012 a 2016, detallando el comportamiento de sus cuentas de Balance y de Resultados y aplicando análisis verticales en cada periodo para obtener indicadores financieros de liquidez, rentabilidad, endeudamiento entre otros que reflejen la situación histórica de la sociedad y proyectar sus resultados apoyados en las políticas administrativas y de presupuesto actuales y futuras de las directivas de la sociedad.

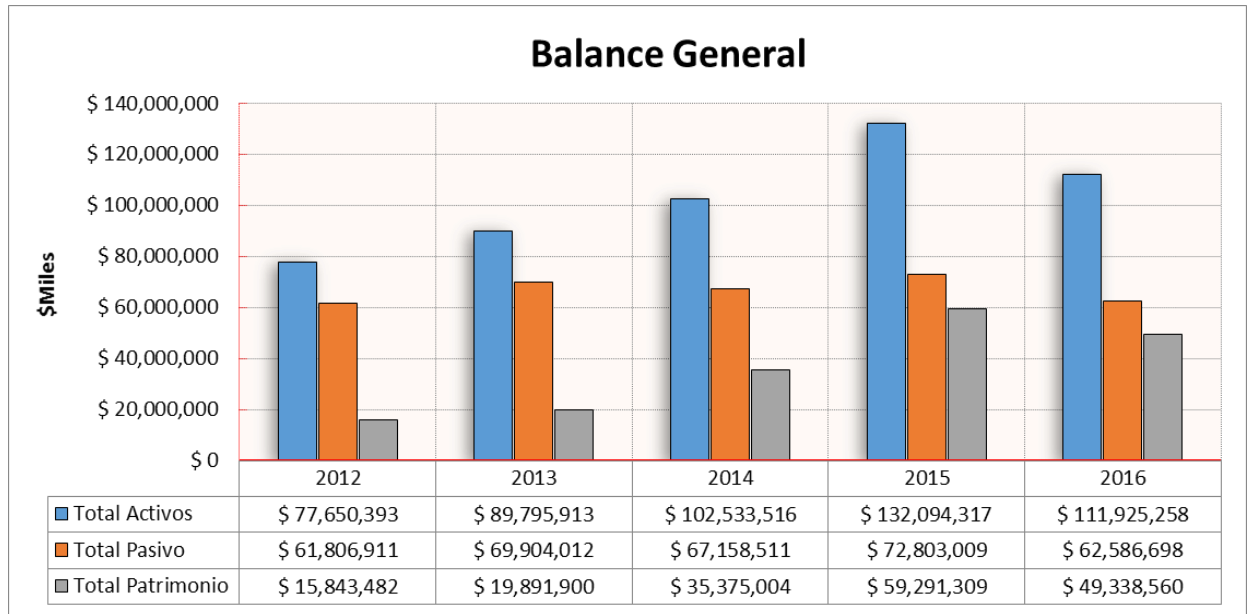
A continuación, se detallan los rubros de los diferentes estados financieros.

**6.3.1 Balance General.** En la gráfica 14, se observa que a 31 de diciembre de 2016 la Holding cerró con activos en \$111.925 millones de pesos reflejando un crecimiento promedio en los últimos 5 años del 10% según la tabla 10.

En relación con los pasivos correspondientes a la organización, para cierre del 2016 se refleja una cifra de \$62.687 millones de pesos y mostró una disminución con el año anterior del 14%.

Por su parte el patrimonio de la compañía cerró en el 2016 con \$ 49.339 millones de pesos lo que significa una tasa anual de crecimiento compuesta del 33% en relación con el valor registrado para el año 2012.

**Gráfica 14. Evolución de Balance General de la Holding 2012- 2016**



**Tabla 10. %TACC de Rubros de Balance General de la Holding**

Balance General	2012	2013	2014	2015	2016
Total Activos	\$ 77,650,393	\$ 89,795,913	\$ 102,533,516	\$ 132,094,317	\$ 111,925,258
% TACC		16%	15%	19%	10%
Total Pasivo	\$ 61,806,911	\$ 69,904,012	\$ 67,158,511	\$ 72,803,009	\$ 62,586,698
% TACC		13%	4%	6%	0%
Total Patrimonio	\$ 15,843,482	\$ 19,891,900	\$ 35,375,004	\$ 59,291,309	\$ 49,338,560
% TACC		26%	49%	55%	33%

Se observa en la tabla 11, que, en los activos, la porción corriente para el cierre de 2016 muestra un valor de \$80.593 millones de pesos, lo que equivale al 72% del total de estos, mostraron una disminución del -8,24% con respecto a 2015. Los deudores fueron los de mayor incidencia en la disminución del activo corriente, se redujeron en \$13.249 millones; así mismo registraron la mayor participación, con un 72,59% del total del activo corriente. La segunda mayor participación se presenta en el rubro de intangibles con un 20,90% y muestra un aumento en el 56,41% entre el 2015 al 2016.

Por su parte el activo no corriente para el año 2015 cierra con \$44.233 millones que corresponde al 33.50% de los activos, registrando un incremento de \$19.607 millones, es decir, 79.62% frente al año anterior. El rubro de mayor incidencia en el incremento de los activos no corriente correspondió a las valorizaciones que incrementaron en \$ 19.396 millones de pesos.

En los pasivos la porción corriente para el 2016 muestra un valor de \$53.401 millones de pesos, lo que equivale al 85.32% del total pasivo, mostrando un decrecimiento del 14,45% con respecto a 2015. El pasivo no corriente disminuye en \$1.200 millones, un 11.55%.

El pasivo en su totalidad presentó una disminución de \$10.216 millones, equivalente al 14,03% con respecto a 2015. En el 2016 el rubro de cuentas por pagar, fue el que presentó mayor incidencia, con un decrecimiento del 20,62% menos comparado con el año anterior. Las obligaciones financieras de corto plazo tienen la mayor participación con el 34,39% y las obligaciones financieras de largo del 14,54% del total de pasivo.

El capital Social equivale al 50% del total del patrimonio, presenta una disminución con el año anterior del 5%. El resultado del ejercicio muestra un valor por \$3.247 millones.

A diciembre del 2016 el patrimonio cuenta con un saldo de \$49.339 millones de pesos equivalente al 44,08% del Activo, cerrando con \$9.953 millones menos que en 2015, es decir, un decrecimiento del 16,79%.

**Tabla 11. Balance General de la Holding 2012- 2016**

Cifras (\$Miles de Pesos)	Totales Año					Var \$ 16-15	Var % 16-15
	2012	2013	2014	2015	2016		
<b>BALANCE GENERAL</b>							
<b>ACTIVO</b>	<b>\$ 77,650,393</b>	<b>\$ 89,795,913</b>	<b>\$ 102,533,516</b>	<b>\$ 132,094,317</b>	<b>\$ 111,925,258</b>	<b>-\$ 20,169,059</b>	<b>-15.27%</b>
<b>Activo Corriente</b>	<b>\$ 61,977,471</b>	<b>\$ 76,661,791</b>	<b>\$ 77,907,352</b>	<b>\$ 87,829,410</b>	<b>\$ 80,592,740</b>	<b>-\$ 7,236,670</b>	<b>-8.24%</b>
Disponible	\$ 2,311,410	\$ 801,723	\$ 2,477,789	\$ 4,184,915	\$ 1,812,857	-\$ 2,372,058	-56.68%
Inversiones CP	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 28,093	\$ 2,689,835	\$ 2,661,742	9474.75%
Deudores	\$ 37,466,088	\$ 41,907,729	\$ 64,556,696	\$ 71,852,009	\$ 58,503,327	-\$ 13,348,682	-18.58%
Inventarios	\$ 25,098	\$ 1,239,827	\$ 128,420	\$ 214,184	\$ 287,921	\$ 73,737	34.43%
Intagibles	\$ 20,164,119	\$ 29,924,738	\$ 10,351,683	\$ 10,768,126	\$ 16,842,373	\$ 6,074,247	56.41%
Diferidos a CP	\$ 2,010,756	\$ 2,787,773	\$ 392,763	\$ 782,083	\$ 456,427	-\$ 325,656	-41.64%
<b>Activo no Corriente</b>	<b>\$ 15,672,922</b>	<b>\$ 13,134,122</b>	<b>\$ 24,626,164</b>	<b>\$ 44,264,907</b>	<b>\$ 31,332,518</b>	<b>-\$ 12,932,389</b>	<b>-29.22%</b>
Inversiones	\$ 3,866,057	\$ 4,594,159	\$ 8,775,341	\$ 10,722,379	\$ 5,677,401	-\$ 5,044,978	-47.05%
Prop. Planta, equipo Neto	\$ 8,413,468	\$ 6,805,644	\$ 9,864,152	\$ 8,239,619	\$ 6,595,928	-\$ 1,643,691	-19.95%
Diferidos a LP	\$ 3,345,166	\$ 1,217,520	\$ 202,928	\$ 90,686	\$ 73,970	-\$ 16,716	-18.43%
Valorizaciones	\$ 48,230	\$ 516,799	\$ 5,783,742	\$ 25,212,224	\$ 18,985,220	-\$ 6,227,004	-24.70%
<b>PASIVO</b>	<b>\$ 61,806,911</b>	<b>\$ 69,904,012</b>	<b>\$ 67,158,511</b>	<b>\$ 72,803,009</b>	<b>\$ 62,586,698</b>	<b>-\$ 10,216,311</b>	<b>-14.03%</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>\$ 60,416,675</b>	<b>\$ 69,006,877</b>	<b>\$ 55,658,511</b>	<b>\$ 62,417,109</b>	<b>\$ 53,400,798</b>	<b>-\$ 9,016,311</b>	<b>-14.45%</b>
Obligaciones financieras	\$ 30,727,466	\$ 39,977,701	\$ 21,175,508	\$ 19,251,186	\$ 21,523,016	\$ 2,271,830	11.80%
Proveedores	\$ 1,446,943	\$ 1,234,639	\$ 1,366,860	\$ 878,211	\$ 470,556	-\$ 407,655	-46.42%
Cuentas Pagar	\$ 16,688,245	\$ 17,240,912	\$ 22,078,429	\$ 25,834,545	\$ 20,507,378	-\$ 5,327,167	-20.62%
Impuestos y Gavámenes	\$ 1,740,762	\$ 1,622,348	\$ 1,295,998	\$ 3,568,843	\$ 3,021,874	-\$ 546,970	-15.33%
Obligaciones Laborales	\$ 575,559	\$ 562,191	\$ 753,067	\$ 879,875	\$ 919,243	\$ 39,369	4.47%
Pasivos Estimados y Provisones	\$ 599,680	\$ 847,128	\$ 579,118	\$ 1,984,378	\$ 1,158,150	-\$ 826,229	-41.64%
Diferidos y otros	\$ 8,638,020	\$ 7,521,958	\$ 8,409,531	\$ 10,020,070	\$ 5,800,581	-\$ 4,219,489	-42.11%
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>\$ 1,390,236</b>	<b>\$ 897,135</b>	<b>\$ 11,500,000</b>	<b>\$ 10,385,900</b>	<b>\$ 9,185,900</b>	<b>-\$ 1,200,000</b>	<b>-11.55%</b>
Obligaciones financieras	\$ 1,390,236	\$ 897,135	\$ 11,500,000	\$ 10,300,000	\$ 9,100,000	-\$ 1,200,000	-11.65%
Diferidos LP	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 85,900	\$ 85,900	\$ 0	0.00%
<b>PATRIMONIO</b>	<b>\$ 15,843,482</b>	<b>\$ 19,891,900</b>	<b>\$ 35,375,004</b>	<b>\$ 59,291,309</b>	<b>\$ 49,338,560</b>	<b>-\$ 9,952,749</b>	<b>-16.79%</b>
Capital Suscrito Y Pagado	\$ 11,656,759	\$ 12,156,764	\$ 25,961,023	\$ 25,961,023	\$ 24,664,353	-\$ 1,296,670	-4.99%
Primas En Colocación De Acciones	\$ 900,000	\$ 3,270,748	\$ 3,270,748	\$ 3,270,748	\$ 900,000	-\$ 2,370,748	-72.48%
Superavit Metodo De Participacion	\$ 0	\$ 0	\$ 522,424	\$ 522,424	\$ 522,424	\$ 0	0.00%
Reserva Legal	\$ 693,602	\$ 1,152,251	\$ 1,338,023	\$ 1,439,475	\$ 1,351,623	-\$ 87,852	-6.10%
Reservas Ocasiones	\$ 200,000	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	0.00%
Revalorización Del Patrimonio	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	0.00%
Utilidades Del Ejercicio	-\$ 1,697,061	-\$ 742,163	-\$ 3,816,376	\$ 899,327	\$ 591,554	-\$ 307,773	-34.22%
Utilidad O Perd Del Ejercicio Acum	\$ 2,297,664	\$ 1,816,260	\$ 1,415,419	\$ 3,588,496	\$ 2,655,357	-\$ 933,139	-26.00%
Utilidades Acumuladas	\$ 1,756,887	\$ 2,442,856	\$ 2,387,002	\$ 3,300,074	\$ 3,037,791	-\$ 262,282	-7.95%
Perdidas Acumuladas	-\$ 12,597	-\$ 721,613	-\$ 1,487,000	-\$ 4,902,481	-\$ 3,369,762	\$ 1,532,720	-31.26%
Superávit Por Valorización	\$ 48,230	\$ 516,799	\$ 5,783,742	\$ 25,212,224	\$ 18,985,220	-\$ 6,227,004	-24.70%
<i>Validación</i>	<b>\$ 0.1</b>	<b>\$ 0.0</b>	<b>\$ 0.0</b>	<b>\$ 0.0</b>	<b>\$ 0.0</b>		

**6.3.2 Estado de Resultados.** En la tabla 12, muestra que en el 2016 la facturación ajustada (corresponde a lo facturado sin contemplar cifras entre las mismas compañías) cerró en \$282.474 millones, lo que representó un aumento en 3,25% con el año anterior.

La utilidad bruta en el 2016 presenta un valor de \$31.598 millones de pesos, creciendo en 3,9% comparado con el 2015.

Por su parte los gastos operacionales fueron de \$18.009 millones de pesos, aumentando en \$771 millones, es decir, 4,47% respecto al 2015.

Los ingresos no operacionales en el 2016 ascendieron a \$1.722 millones de pesos, aumentando un 6,9% y los gastos no operacionales disminuyeron en un 19,87%.

El resultado de la actividad financiera, económica y social de Holding presentó a 31 de diciembre de 2016 una utilidad de \$3.247 millones de pesos, presentó un aumento 16,2%.

**Tabla 12. Estado de Resultado de la Holding 2012- 2016**

Cifras (\$Miles de Pesos)	Totales Año						Var \$ 16-15	Var % 16-15
	2012	2013	2014	2015	2016			
<b>ESTADO DE RESULTADO ACUMULADO</b>								
Facturación	\$ 275,188,476	\$ 266,708,494	\$ 274,178,918	\$ 295,551,496	\$ 297,288,592	\$ 1,737,097	0.59%	
Facturación Ajustada	\$ 259,284,986	\$ 237,716,076	\$ 242,181,436	\$ 273,582,716	\$ 282,473,536	\$ 8,890,820	3.25%	
Ingresos Operacionales	\$ 55,754,065	\$ 67,399,893	\$ 70,388,006	\$ 62,892,336	\$ 66,236,309	\$ 3,343,974	5.3%	
(-) Costo de Venta	\$ 28,673,527	\$ 37,830,982	\$ 38,286,492	\$ 32,470,376	\$ 35,274,958	\$ 2,804,582	8.6%	
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	<b>\$ 27,080,538</b>	<b>\$ 29,568,910</b>	<b>\$ 32,101,515</b>	<b>\$ 30,421,960</b>	<b>\$ 31,598,051</b>	<b>\$ 1,176,092</b>	<b>3.9%</b>	
<b>Margen Intermediacion</b>	<b>10.44%</b>	<b>12.44%</b>	<b>13.26%</b>	<b>11.12%</b>	<b>10.96%</b>	<b>-0.16%</b>	<b>-1.4%</b>	
(-) Gastos de Admon	\$ 6,293,249	\$ 7,324,331	\$ 7,855,064	\$ 7,171,844	\$ 7,209,803	\$ 37,958	0.5%	
(-) Gastos de Ventas	\$ 9,965,585	\$ 9,633,275	\$ 9,729,315	\$ 10,065,563	\$ 10,798,898	\$ 733,334	7.3%	
(+) Ingreso Recurrente	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 388,740	\$ 388,740	0.0%	
<b>EBITDA</b>	<b>\$ 10,821,704</b>	<b>\$ 12,611,304</b>	<b>\$ 14,517,136</b>	<b>\$ 13,184,552</b>	<b>\$ 13,978,091</b>	<b>\$ 793,540</b>	<b>6.0%</b>	
<b>Margen Ebitda</b>	<b>4.17%</b>	<b>5.31%</b>	<b>5.99%</b>	<b>4.82%</b>	<b>4.95%</b>	<b>0.13%</b>	<b>2.7%</b>	
(-) Intereses Financieros	\$ 4,089,104	\$ 4,218,693	\$ 3,221,973	\$ 2,165,422	\$ 2,693,535	\$ 528,113	24.4%	
<b>EBTDA</b>	<b>\$ 6,732,600</b>	<b>\$ 8,392,611</b>	<b>\$ 11,295,163</b>	<b>\$ 11,019,130</b>	<b>\$ 11,284,556</b>	<b>\$ 265,426</b>	<b>2.4%</b>	
<b>Margen Ebtnda</b>	<b>2.60%</b>	<b>3.53%</b>	<b>4.66%</b>	<b>4.03%</b>	<b>3.99%</b>	<b>-0.03%</b>	<b>-0.8%</b>	
(-) Dep, Amort y Prov	\$ 802,959	\$ 1,378,648	\$ 6,860,928	\$ 3,681,954	\$ 4,089,499	\$ 407,545	11.1%	
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>\$ 10,018,745</b>	<b>\$ 11,232,656</b>	<b>\$ 7,656,208</b>	<b>\$ 9,502,598</b>	<b>\$ 9,888,593</b>	<b>\$ 385,995</b>	<b>4.1%</b>	
<b>Margen Operacional</b>	<b>3.86%</b>	<b>4.73%</b>	<b>3.16%</b>	<b>3.47%</b>	<b>3.50%</b>	<b>0.03%</b>	<b>0.8%</b>	
(+) Otros Ingresos	\$ 261,389	\$ 8,079,992	\$ 4,187,977	\$ 1,611,697	\$ 1,722,447	\$ 110,750	6.9%	
(-) Otros Gastos	\$ 432,702	\$ 5,094,689	\$ 876,556	\$ 459,055	\$ 609,766	\$ 150,711	32.8%	
(-) Gastos Excluidos de Ebitda	\$ 3,845,914	\$ 7,391,963	\$ 7,773,394	\$ 2,548,475	\$ 1,800,177	-\$ 748,297	-29.4%	
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>\$ 1,912,414</b>	<b>\$ 2,607,303</b>	<b>-\$ 27,738</b>	<b>\$ 5,941,343</b>	<b>\$ 6,507,561</b>	<b>\$ 566,218</b>	<b>9.5%</b>	
(-) Provision para impuesto	\$ 1,311,812	\$ 1,533,207	\$ 1,300,888	\$ 3,146,038	\$ 3,260,650	\$ 114,612	3.6%	
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>\$ 600,602</b>	<b>\$ 1,074,096</b>	<b>-\$ 1,328,626</b>	<b>\$ 2,795,305</b>	<b>\$ 3,246,911</b>	<b>\$ 451,606</b>	<b>16.2%</b>	
<b>Margen Neto</b>	<b>0.23%</b>	<b>0.45%</b>	<b>-0.55%</b>	<b>1.02%</b>	<b>1.15%</b>			
(-) Gasto Metodo de Participación	\$ 0	\$ 0	\$ 1,444,865	\$ 0	\$ 0	\$ 0		
(-) Perdidas Metodo De Participacion	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0		
(+) Ingresos Metodo De Participacion	\$ 0	\$ 0	\$ 372,533	\$ 1,692,517	\$ 763,874	-\$ 928,643		
<b>Validacion</b>	<b>\$ 0.0</b>	<b>\$ 0.0</b>	<b>\$ 0.0</b>	<b>\$ 0.0</b>	<b>\$ 0.0</b>	<b>\$ 0.0</b>		

A continuación, se detalla la evolución de los principales rubros del estado de resultados

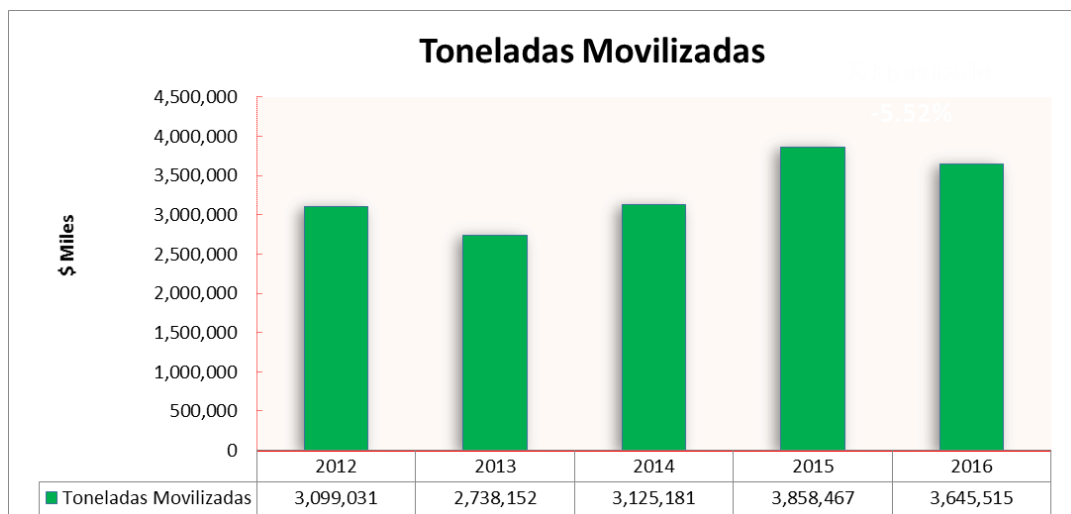
El total de toneladas movilizadas para el año 2016 asciende a 3.645.515 lo cual implica un crecimiento promedio anual del 4% durante los últimos 5 años, mostrado en la tabla 13.

La reducción del año 2016 con respecto al 2015 radicó en la carga que se dejó de movilizar debido al paro de transportadores que se presentó en los meses de junio y julio y tuvo una duración de 46 días.

**Tabla 13. %TACC de Toneladas de la Holding**

Operación	2012	2013	2014	2015	2016
Toneladas Movilizadas	3,099,031	2,738,152	3,125,181	3,858,467	3,645,515
% TACC		-12%	0%	8%	4%

**Gráfica 15. Evolución de Toneladas Movilizadas de la Holding 2012- 2015**



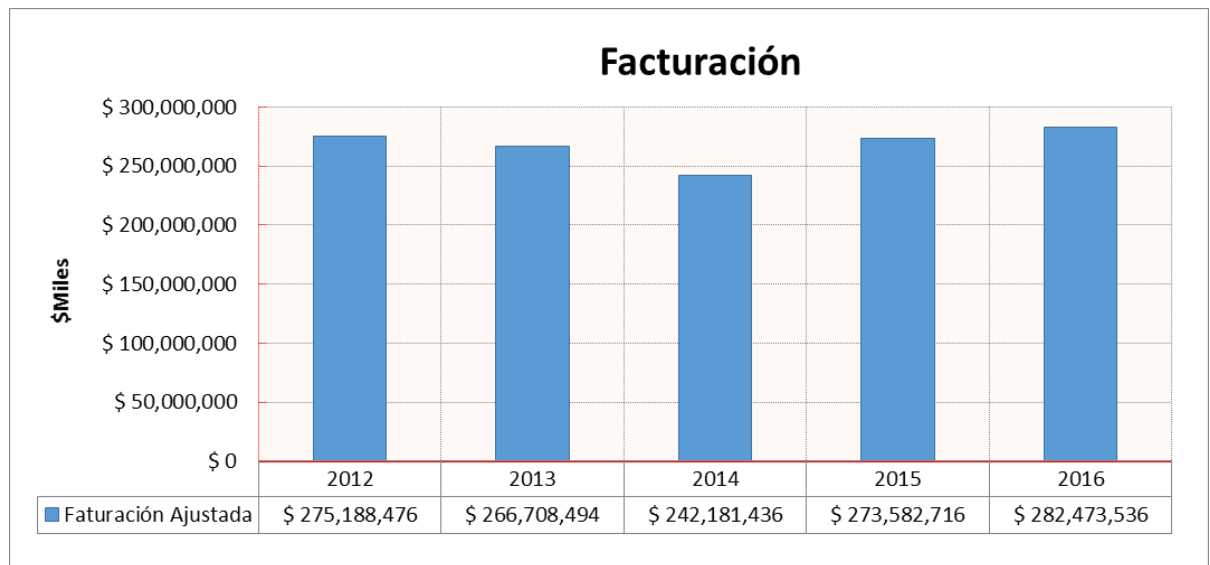
El resultado de la gestión comercial concluyendo en la facturación de la Organización, la cual registra un crecimiento del 1% promedio anual; para el año 2012 la compañía facturó \$275.188 millones de pesos y para el año 2016 logró cerrar en \$282.473 millones de pesos según la tabla 14 y gráfico 16.

Parte del enfoque a la estrategia comercial es la construcción de una base de ingresos estable, que permita direccionar la labor comercial en incrementar la facturación, como muestra de esta gestión, en los últimos 3 años la compañía ha participado en 42 licitaciones formales, de las cuales ha obtenido un resultado exitoso en 11 de ellas y adicionalmente han firmado 22 nuevos contratos con empresas reconocidas.

**Tabla 14. %TACC de la Facturación de la Holding**

	2012	2013	2014	2015	2016
Faturación Ajustada	\$ 275,188,476	\$ 266,708,494	\$ 242,181,436	\$ 273,582,716	\$ 282,473,536
% TACC		-3%	-6%	0%	1%

**Gráfica 16. Evolución de Facturación de la Holding 2012- 2016**



Durante los últimos 5 años el ingreso operacional para la Organización ha presentado un crecimiento en promedio del 4%, siendo al 31 de diciembre de 2016 \$66.236 millones de pesos según la tabla 15 y el gráfico 17.

Es importante explicar que el ingreso operacional para las prestaciones de servicio de transporte según lo establecido en el art 102-2 del E.T. se registra como la diferencia entre el valor facturado al cliente y el ingreso recibido para el tercero o pago al transportador.

**Tabla 15. %TACC de Ingresos Operacionales de la Holding**

Estado de Resultado	2012	2013	2014	2015	2016
Ingresos Operacionales	\$ 55,754,065	\$ 67,399,893	\$ 70,388,006	\$ 62,892,336	\$ 66,236,309
% TACC		21%	12%	4%	4%

**Gráfico 17. Evolución de Ingresos Operacionales de la Holding 2012- 2016**



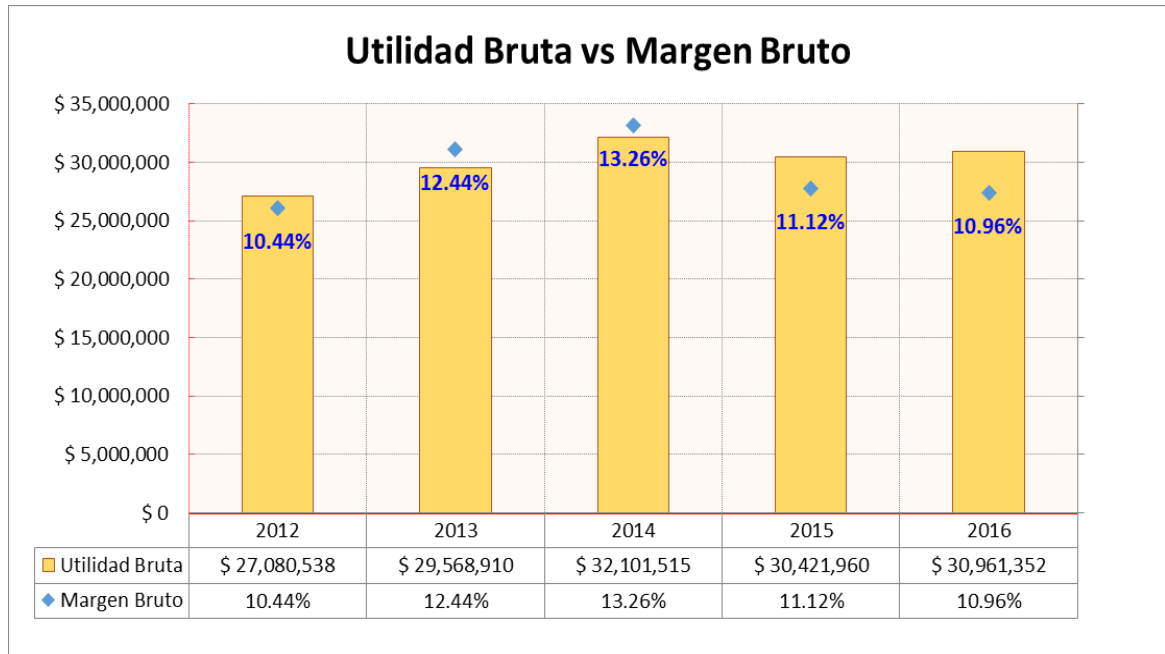
La utilidad bruta a finalizar el 2016 para la organización fue de \$30.961 millones de pesos, lo cual representa un crecimiento promedio en los últimos 5 años del 3% según la tabla 16.

Adicionalmente se evidencia que el margen bruto en los últimos 5 años presenta un crecimiento promedio del 1% el cual se ha venido recuperando desde el año 2013 teniendo en cuenta que su mayor valor se presentó en el año 2012.

**Tabla 16. %TACC de Utilidad Bruta y Margen Bruto de la Holding**

Estado de Resultado	2012	2013	2014	2015	2016
Utilidad Bruta	\$ 27,080,538	\$ 29,568,910	\$ 32,101,515	\$ 30,421,960	\$ 30,961,352
% TACC		9%	9%	4%	3%
Margen Bruto	10.44%	12.44%	13.26%	11.12%	10.96%
% TACC		19%	13%	2%	1%

**Grafico 18. Evolución de Utilidad Bruta de la Holding 2012- 2016**



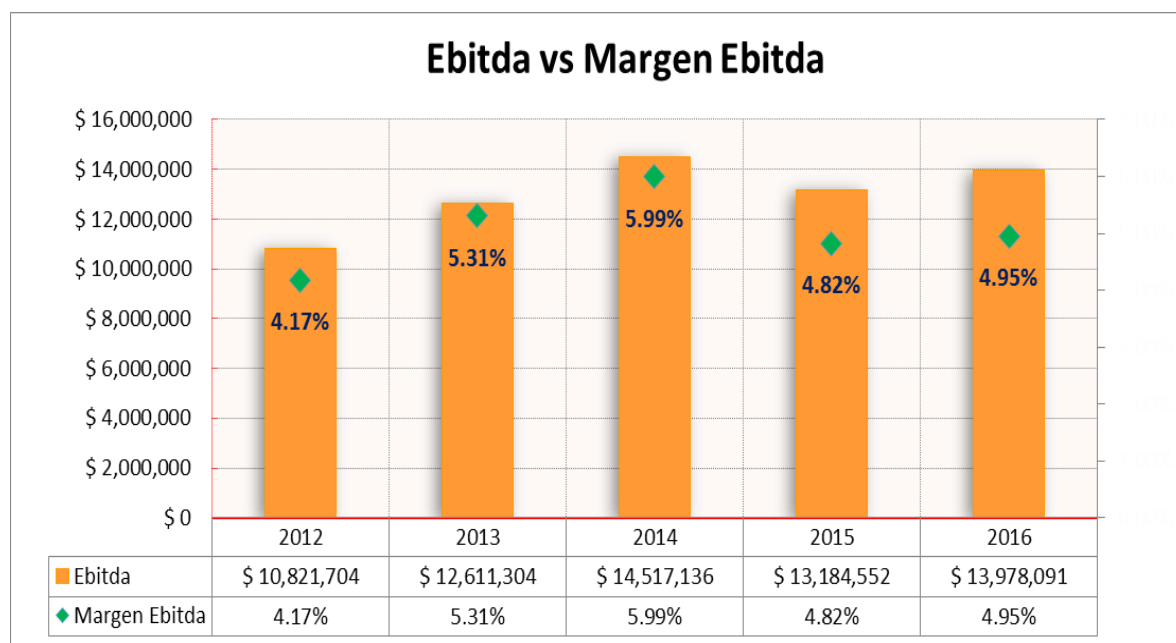
Para el año 2016 el Ebitda según la tabla 17, fue de \$13.978 millones de pesos representando así un crecimiento del 7% en promedio de los últimos 5 años.

De igual manera el Margen Ebitda muestra un crecimiento promedio del 4%, llegando a niveles de 4,95% en el año 2016.

**Tabla 17. %TACC de Ebitda y Margen Ebitda de la Holding**

Estado de Resultado	2012	2013	2014	2015	2016
Ebitda	\$ 10,821,704	\$ 12,611,304	\$ 14,517,136	\$ 13,184,552	\$ 13,978,091
% TACC		17%	16%	7%	7%
Margen Ebitda	4.17%	5.31%	5.99%	4.82%	4.95%
% TACC		27%	20%	5%	4%

**Gráfico 19. Evolución del Ebitda y Margen Ebitda de la Holding 2012- 2016**



Los gastos operacionales presentaron en el 2016 un valor \$18.008 millones de pesos para la Organización según la tabla 18, mostrando de esta manera el crecimiento promedio durante los últimos 5 años del 3%, a lo cual puede concluir que crece a la par con la inflación.

**Tabla 18. %TACC de Gastos Operacionales de la Holding**

Estado de Resultado	2012	2013	2014	2015	2016
Gastos Operacionales	\$ 16,258,834	\$ 16,957,606	\$ 17,584,379	\$ 17,237,408	\$ 18,008,700
% TACC		4%	4%	2%	3%

**Grafico 20. Evolución de Gastos operacionales de la Holding 2012- 2016**

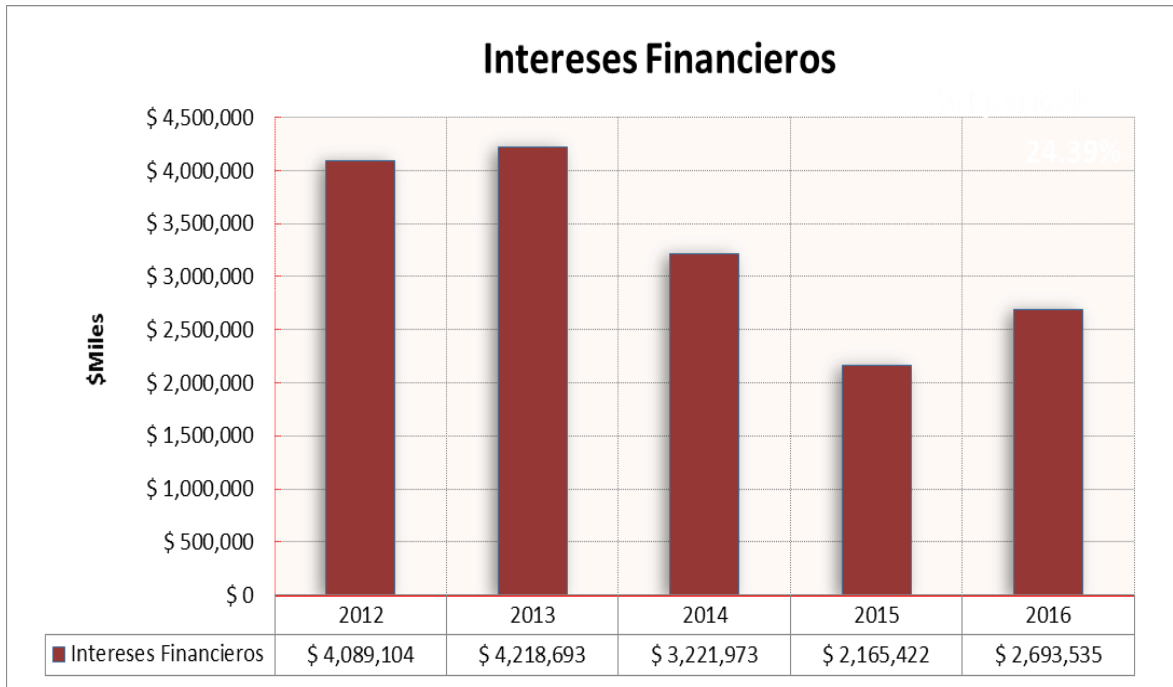


Según lo que refleja la tabla 19, para el año 2016 el valor pagado por intereses financieros fue de \$2.165 millones de pesos, el cual implica una reducción promedio del 10% en el valor pagado por la deuda durante los últimos 5 años.

**Tabla 19. %TACC de Intereses Financieros de la Holding**

Estado de Resultado	2012	2013	2014	2015	2016
Intereses Financieros	\$ 4,089,104	\$ 4,218,693	\$ 3,221,973	\$ 2,165,422	\$ 2,693,535
% TACC		3%	-11%	-19%	-10%

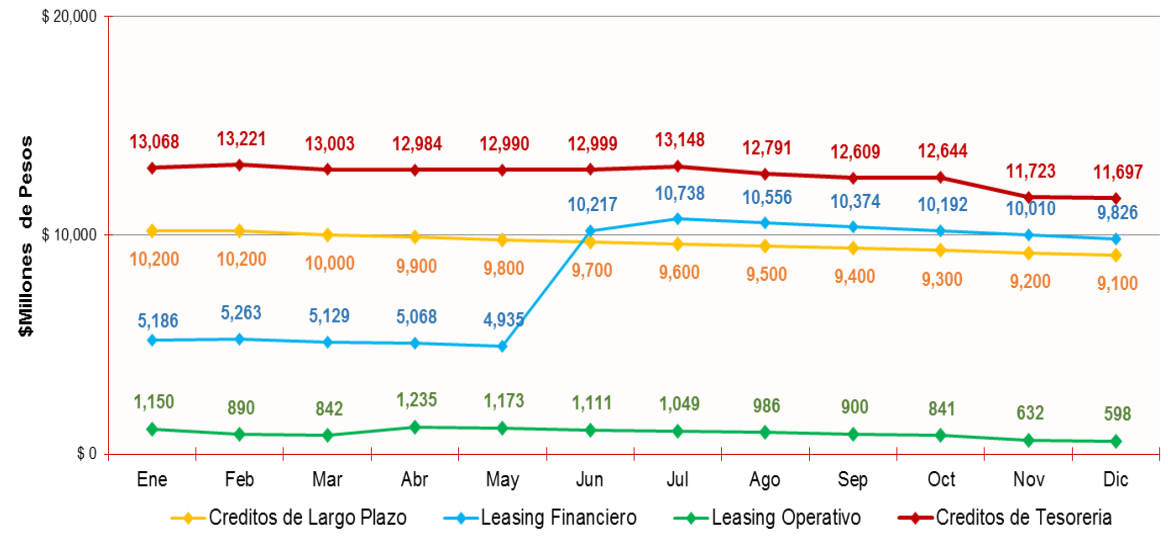
**Grafico 21. Evolución de los Intereses Financieros de la Holding 2012- 2016**



Para tener una mayor claridad en el incremento del servicio de la deuda entre el año 2016 y 2015, el gráfico 22 se observa que los créditos de tesorería, créditos de largo plazo y los leasing operativo mostraron un decrecimiento. Pero en el mes de Junio de 2016 los leasing financieros incrementaron \$5.282 millones debido a que la Junta Directiva decidió adquirir las oficinas de la sede administrativa por medio de este tipo financiación.

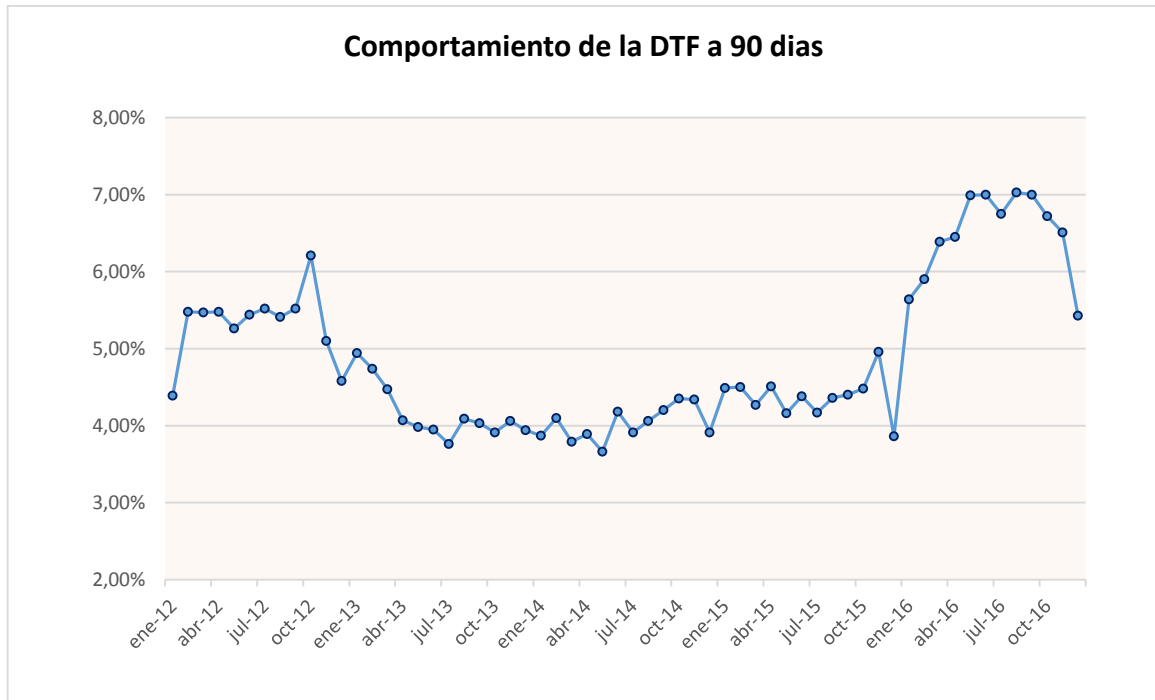
## Grafico 22. Comportamiento de la Deuda 2016

### Comportamiento de la Deuda 2016



Sumado a lo anterior se debe anotar que los créditos que actualmente tiene la compañía se encuentran a una tasa atada a la DTF y un spread; la DTF para el año 2016 mostró un crecimiento importante, llegando a niveles hasta del 7% como lo muestra el gráfico 23 y lo cual también influyó en el aumento de los intereses financieros.

**Grafico 23. Comportamiento de la DTF a 90 días**



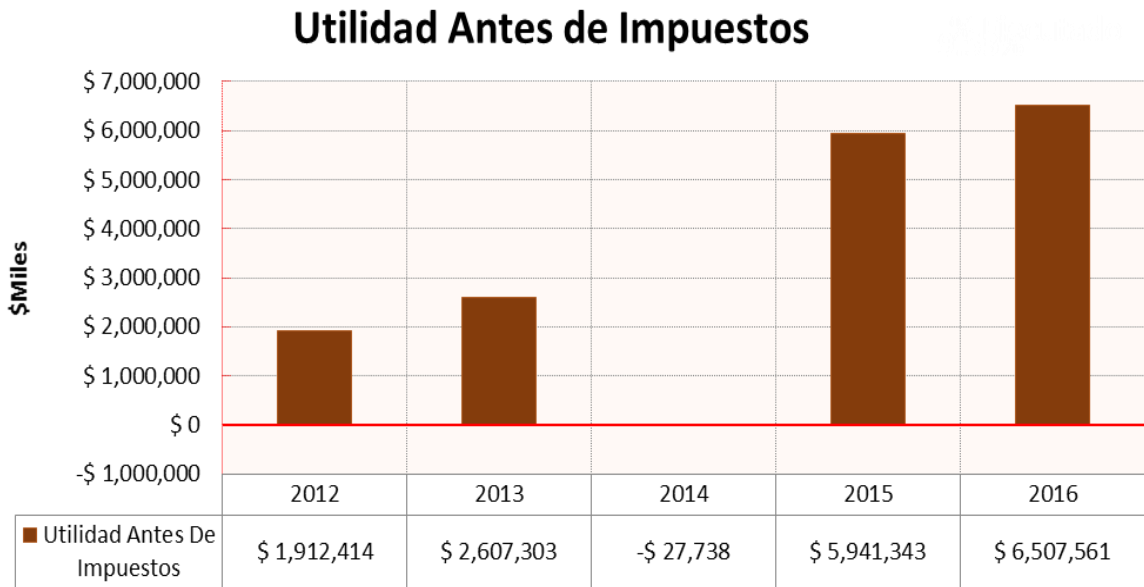
Fuente: Elaborada por el autor con datos Banco de la Republica

Para el año 2016 el resultado en utilidad antes de impuestos para la Organización fue \$7.633 millones de pesos, representando así un crecimiento promedio anual desde el 2012 del 36%, según la tabla 20.

**Tabla 20. %TACC de la Utilidad Antes de Impuesto de la Holding**

Estado de Resultados	2012	2013	2014	2015	2016
Utilidad Antes De Impuestos	\$ 1,912,414	\$ 2,607,303	-\$ 27,738	\$ 5,941,343	\$ 6,507,561
% TACC		36%	0%	46%	36%

**Grafico 24. Evolución de la Utilidad antes de Impuestos la Holding 2012- 2016**

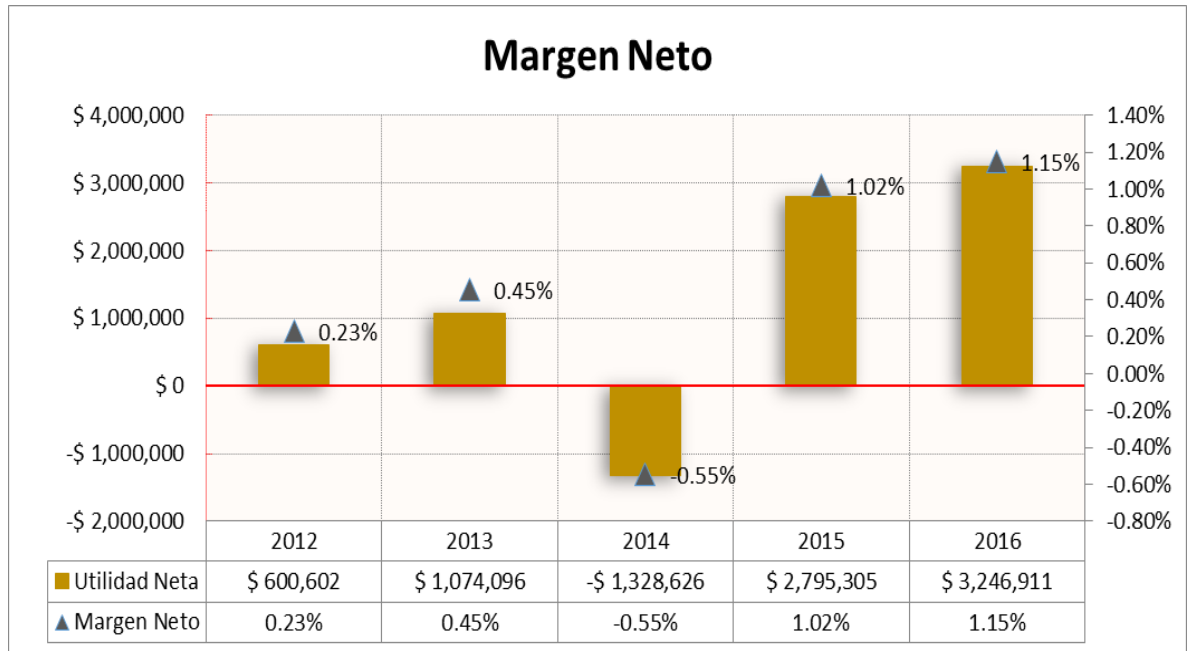


El resultado final del ejercicio después de impuestos para la organización mostró según la tabla 21, que presenta un crecimiento anual en promedio del 52%, siendo para el 2016 \$3.247 millones de pesos. De igual manera el margen neto evidencia un crecimiento promedio del 49%, llegando a niveles de 1,15% en el año 2016 y mostrando evolución año a año.

**Tabla 21. %TACC de Utilidad Neta y Margen Neto de la Holding**

Estado de Resultados	2012	2013	2014	2015	2016
Utilidad Neta	\$ 600,602	\$ 1,074,096	-\$ 1,328,626	\$ 2,795,305	\$ 3,246,911
% TACC		79%	0%	67%	52%
Margen Neto	0.23%	0.45%	-0.55%	1.02%	1.15%
% TACC		95%	0%	64%	49%

**Grafico 25. Evolución de Utilidad Neta y Margen Neto de la Holding 2012- 2016**



Para concluir la tasa impositiva que la compañía ha pagado sobre sus utilidades ha estado entre el 69% y 50% de las mismas, la compañía ha realizado esfuerzo para ser más eficiente y en promedio ha disminuido el tributo en 8% como muestra la tabla 22.

**Tabla 22. %TACC de Utilidad Neta y Margen Neto de la Holding**

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Utilidad Antes de Impuesto</b>	<b>1,912,414</b>	<b>2,607,303</b>	<b>-27,738</b>	<b>5,941,343</b>	<b>6,507,561</b>
<b>Impuestos</b>					
Impuesto De Renta Y Complementarios	1,311,812	1,159,583	1,004,789	2,119,256	2,170,580
Impuesto Para La Equidad Cree	0	373,624	296,099	1,026,782	1,090,070
<b>Total Impuestos</b>	<b>1,311,812</b>	<b>1,533,207</b>	<b>1,300,888</b>	<b>3,146,038</b>	<b>3,260,650</b>
Tasa Real	68.59%	58.80%	-4690%	52.95%	50.11%
% TACC		-14%	n.a	-8%	-8%

**6.3.3 Capital de Trabajo Neto Operativo.** El capital de trabajo neto operativo considera a los activos que directamente intervienen en la generación de recursos

(excluyendo el efectivo y las inversiones) menos las cuentas y pasivos por pagar dando como resultado una métrica para medir la liquidez operativa del negocio.

En la tabla 23 se evidencia que el Capital de trabajo neto Operativo de la compañía ha tenido resultados positivos y tiene un comportamiento creciente; para el año 2012 estuvo alrededor de \$19.779 millones y para el año 2016 en \$38.450 millones.

**Tabla 23. Capital de Trabajo Neto Operativo de la Holding 2012- 2016**

Cifras (\$Miles de Pesos)	Totales Año				
	2012	2013	2014	2015	2016
<b>CAPITAL DE TRABAJO NETO OPERATIVO</b>					
<b>CAPITAL DE TRABAJO OPERATIVO (KTO)</b>	\$ 37,914,574.7	\$ 43,671,049.9	\$ 65,324,919.0	\$ 72,591,826.9	\$ 59,428,066.4
Deudores	\$ 37,889,476.9	\$ 42,431,222.8	\$ 65,196,498.9	\$ 72,377,642.8	\$ 59,140,145.6
Inventarios	\$ 25,097.8	\$ 1,239,827.1	\$ 128,420.1	\$ 214,184.1	\$ 287,920.8
<b>PASIVO OPERATIVO</b>	<b>\$ 18,135,188.3</b>	<b>\$ 18,475,550.9</b>	<b>\$ 23,445,289.4</b>	<b>\$ 26,712,756.3</b>	<b>\$ 20,977,934.4</b>
Proveedores Y Centas por pagar	\$ 18,135,188.3	\$ 18,475,550.9	\$ 23,445,289.4	\$ 26,712,756.3	\$ 20,977,934.4
<b>Capital de Trabajo Neto Operativo</b>	<b>\$ 19,779,386.4</b>	<b>\$ 25,195,499.0</b>	<b>\$ 41,879,629.6</b>	<b>\$ 45,879,070.7</b>	<b>\$ 38,450,132.0</b>
Inversión KTNO	\$ 7,168,515.70	\$ 5,318,327.83	\$ 16,956,966.80	\$ 4,355,728.56	-\$ 7,059,403.48

### 6.3.4 Inversiones en Capex

**Tabla 24. Inversiones en Capex de la Holding 2012- 2016**

Cifras (\$Miles de Pesos)	Totales Año				
	2012	2013	2014	2015	2016
<b>CAPEX</b>					
Propiedad Planta y Equipo	\$ 8,413,468.0	\$ 6,805,644.4	\$ 9,864,152.2	\$ 8,239,618.9	\$ 6,595,927.7
Bienes en Arrendamiento Financiero	\$ 0.0	\$ 5,858,343.7	\$ 6,216,122.6	\$ 5,244,846.5	\$ 10,721,443.8
<b>Variación PPYE</b>	<b>\$ 420,123.2</b>	<b>\$ 4,250,520.1</b>	<b>\$ 3,416,286.7</b>	<b>-\$ 2,595,809.4</b>	<b>\$ 3,832,906.1</b>
Varicion en Depreciaciones	\$ 721,660.4	\$ 507,508.4	-\$ 933,044.3	\$ 3,435,108.1	\$ 2,904,846.6
Ajuste	\$ 0.0	-\$ 227,153.1	-\$ 5,795,521.5	\$ 0.0	-\$ 991,003.1
<b>Inversiones en Capex</b>	<b>\$ 1,146,004.9</b>	<b>\$ 5,626,848.3</b>	<b>\$ 9,888,068.5</b>	<b>\$ 844,024.9</b>	<b>\$ 7,441,684.8</b>
<i>Validación</i>	<i>\$ 0.0</i>	<i>\$ 0.0</i>	<i>\$ 0.0</i>	<i>\$ 0.0</i>	<i>\$ 0.0</i>

### 6.3.5 Flujo de Caja

**Tabla 25. Flujo de Caja de la Holding 2012- 2016**

Cifras (\$Miles de Pesos)	Totales Año				
	2012	2013	2014	2015	2016
<b>FLUJO DE CAJA</b>					
Utilidad Operativa	\$ 10,018,745	\$ 11,232,656	\$ 7,656,208	\$ 9,502,598	\$ 9,888,593
(+) Depreciaciones y Amortizaciones	\$ 802,959	\$ 1,378,648	\$ 6,860,928	\$ 3,681,954	\$ 4,089,499
<b>EBITDA</b>	<b>\$ 10,821,704</b>	<b>\$ 12,611,304</b>	<b>\$ 14,517,136</b>	<b>\$ 13,184,552</b>	<b>\$ 13,978,091</b>
(-) Impuestos sobre utilidad Operacional	\$ 1,311,812	\$ 1,533,207	\$ 1,300,888	\$ 3,146,038	\$ 3,260,650
<b>Flujo de Caja Bruto</b>	<b>\$ 9,509,892</b>	<b>\$ 11,078,097</b>	<b>\$ 13,216,248</b>	<b>\$ 10,038,514</b>	<b>\$ 10,717,441</b>
(-) Inversiones en KTNO	\$ 7,168,516	\$ 5,318,328	\$ 16,956,967	\$ 4,355,729	-\$ 7,059,403
(-) Inversiones en Capex	\$ 1,146,005	\$ 5,626,848	\$ 9,888,068	\$ 844,025	\$ 7,441,685
<b>Flujo de Caja Libre</b>	<b>\$ 1,195,371</b>	<b>\$ 132,921</b>	<b>-\$ 13,628,787</b>	<b>\$ 4,838,760</b>	<b>\$ 10,335,160</b>
(+) Flujos No Operacionales	-\$ 4,196,032	-\$ 8,686,803	\$ 14,157,053	\$ 2,158,111	-\$ 2,242,734
(+) Flujo de Deuda	\$ 3,714,863	\$ 4,538,443	-\$ 11,469,317	-\$ 5,289,744	-\$ 2,259,386
(+) Movimiento Patrimonial	\$ 0	\$ 2,505,753	\$ 12,617,117	\$ 0	-\$ 8,205,098
<b>Caja del Periodo</b>	<b>\$ 714,202</b>	<b>-\$ 1,509,686</b>	<b>\$ 1,676,066</b>	<b>\$ 1,707,127</b>	<b>-\$ 2,372,058</b>
(+) Caja inicial	\$ 1,597,208	\$ 2,311,410	\$ 801,723	\$ 2,477,789	\$ 4,184,915
<b>Caja Final</b>	<b>\$ 2,311,410</b>	<b>\$ 801,723</b>	<b>\$ 2,477,789</b>	<b>\$ 4,184,916</b>	<b>\$ 1,812,857</b>

**6.3.6 Estructura Financiera.** Como se observa en la tabla 26, la deuda Financiera de la compañía alcanzó su máximo valor en el año 2013 por \$ 52,572 millones, esto debido al crecimiento que venía experimentando y por lo cual ese año se adquirió flota propia mediante leasing financieros y leasing operativo.

En el año 2014 con la entrada de los inversionistas y el capital inyectado por ellos la deuda se redujo a \$32.178 millones, adicionalmente se reorganizó la estructura financiera adquiriendo créditos a largo plazo y disminuyendo los créditos de tesorería.

Para el cierre del 2016 la compañía cierra con una deuda neta de \$ 25.810 millones, que equivale a 1,85 veces el Ebitda de ese mismo año y representa el 4,20 veces en cuanto a cobertura de intereses.

**Tabla 26. Deuda Financiera Neta de la Holding 2012- 2016**

Cifras (\$Miles de Pesos)	Totales Año				
	2012	2013	2014	2015	2016
<b>ENDEUDAMIENTO FINANCIERO NETO</b>					
<b>Total de Obligaciones Financieras</b>	<b>\$ 35,109,341.1</b>	<b>\$ 55,659,449.3</b>	<b>\$ 34,818,368.4</b>	<b>\$ 30,776,061.2</b>	<b>\$ 31,220,980.9</b>
Credito de Tesoreria	\$ 30,727,465.7	\$ 34,082,122.1	\$ 15,097,963.9	\$ 14,026,434.7	\$ 11,697,127.9
Contratos en Arriendo Financiero	\$ 0.0	\$ 5,895,579.3	\$ 6,077,544.4	\$ 5,224,751.2	\$ 9,825,887.9
Creditos de LP	\$ 1,390,235.7	\$ 897,135.5	\$ 11,500,000.0	\$ 10,300,000.0	\$ 9,100,000.0
Credito de Socios	\$ 2,991,639.7	\$ 3,018,902.2	\$ 3,299.9	\$ 0.0	\$ 0.0
Saldos Leasing Operativos	\$ 0.0	\$ 11,765,710.1	\$ 2,139,560.2	\$ 1,224,875.3	\$ 597,965.1
<b>Total Caja Consolidada</b>	<b>\$ 4,057,045.2</b>	<b>\$ 3,087,200.4</b>	<b>\$ 2,640,061.0</b>	<b>\$ 4,302,791.6</b>	<b>\$ 5,410,863.5</b>
<b>Deuda Financiera Neta</b>	<b>\$ 31,052,295.9</b>	<b>\$ 52,572,248.8</b>	<b>\$ 32,178,307.4</b>	<b>\$ 26,473,269.6</b>	<b>\$ 25,810,117.4</b>
<b>Indicadores</b>					
Pasivo Fro / Ebitda	2.87	4.17	2.22	1.94	1.85
Ebitda / Intereses	2.65	2.99	4.44	6.09	4.20
Endeudamiento Financiero	45.21%	61.98%	33.96%	23.30%	27.89%
Endeudamiento Total	79.60%	77.85%	65.50%	55.11%	55.92%

**6.3.7 Indicadores Financieros.** En la Tabla 27, se observa los indicadores financieros más relevantes para la compañía, donde los niveles de endeudamiento han venido disminuyendo hasta cerrar para 2016 en 27,89% el financiero y del 56% el endeudamiento total.

De igual manera la capacidad de pago ha venido mejorando cerrando 1.85 veces, este valor corresponde al valor mínimo alcanzado en los últimos 5 años.

El tiempo en que las cuentas por cobrar tardan en convertirse en efectivo es de 50 días.

El margen Ebitda de la compañía ha mantenido alrededor del 5%.

La rentabilidad de los activos para el 2016 se ubica en el 8,83% y la rentabilidad del patrimonio del 6,58%

**Tabla 27. Indicadores Financieros 2012- 2016**

	Totales Año				
	2012	2013	2014	2015	2016
<b>INDICADORES KPIS</b>					
Endeudamiento Financiero	45.21%	61.98%	33.96%	23.30%	27.89%
Endeudamiento Total	79.60%	77.85%	65.50%	55.11%	55.92%
Pasivo Fro / Ebitda	2.87	4.17	2.22	1.94	1.85
Intereses / Ebitda	37.79%	33.45%	22.19%	16.42%	19.27%
Rotación Cartera	48.8	52.8	53.6	53.2	49.5
Margen Neto	10.44%	12.44%	13.26%	11.12%	10.96%
Margen EBITDA	4.17%	5.31%	5.99%	4.82%	4.95%
ROA	12.90%	12.51%	7.47%	7.19%	8.83%
ROE	3.79%	5.40%	-3.76%	4.71%	6.58%

## 6.4 PARÁMETROS PARA LA VALORACIÓN

**6.4.1 Elección del Método de Valoración Técnica.** Para valorar esta compañía, el método de valoración a utilizar es el método de Flujo de Caja Libre Descontado, tomado desde el punto de vista conjunto de bancos y accionistas actuales, basados en el valor de la firma al descontar el Flujo de Caja Libre de la empresa con el costo promedio ponderado de capital de la compañía –WACC-.

**6.4.2 Determinación de Costos del Patrimonio (Ke).** Para estimar el costo del patrimonio (ke) generalmente se utiliza el modelo CAPM, el cual calcula el retorno esperado de un activo o una cartera de inversión y supone la existencia de una relación lineal entre el riesgo y la rentabilidad financiera del activo, donde:

$$K_e = R_f + [E[R_m] - R_f] * b$$

**Tasa Libre de Riesgo (Rf):** Está asociada a la rentabilidad de un bono emitido por un Banco Central, se puede tomar como referencia la tasa de rentabilidad de un Bono o una obligación emitidos por el Tesoro Público. A mayor horizonte de tiempo,

la tasa se verá menos afectada por decisiones de política monetaria y por los efectos coyunturales de la crisis.

Para el caso del modelo de valoración se tomó como referencia la tasa de los Bonos del tesoro estadounidense a 10 años (US Treasury Bonds 10 years), tomando el promedio de los últimos tres años de la medición<sup>26</sup>.

**Prima de Riesgo del Mercado (R<sub>m</sub>):** Esta se considera como la rentabilidad extra proporcionada por una inversión en renta variable frente al rendimiento del activo libre de riesgo. Este es un concepto que ha generado algo de controversia entre los investigadores financieros a lo largo del tiempo, y puede provocar cierta confusión si no queda bien delimitado y acotado. En este sentido, para la valoración se tomó la diferencia de los rendimientos anuales entre el mercado de valores de Estados Unidos y los bonos del Tesoro (media geométrica de los datos desde 1928)<sup>27</sup>.

**Beta del Sector (Desapalancada):** Determina el riesgo de mercado de un activo, en función, de la coyuntura y fluctuación del mercado. Este riesgo no puede eliminarse, ya que es inherente a la actividad operacional y financiera de la empresa. Para la presente valoración se basó en información del Beta sin tener en consideración su nivel de endeudamiento para las industrias de Transporte y Camiones en los Estados Unidos, la cual es suministrada por el Profesor Damodaran<sup>28</sup>.

---

<sup>26</sup> U.S. Department Of The Treasury. Daily Treasury Yield Curve Rates [En Línea].  
< <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/pages/textview.aspx?data=yield&year=2016> > [citado en 15 marzo 2017]

<sup>27</sup> DAMODARAN ONLINE. Annual Returns on Stock, T.Bonds and T.Bills: 1928 – Current [en Línea].  
<[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/histretSP.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html)> [ Citado en 15 marzo 2017]

<sup>28</sup> DAMODARAN ONLINE. Beta by Sector(US) [en Línea].  
<[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)> [ Citado en 15 marzo 2017]

**Beta Apalancada:** Cuando la empresa tiene deuda en su estructura de capital, es necesario incorporar el riesgo financiero. Para ello se debe determinar una beta apalancada así:

$$\beta_e = \beta_u \left[ 1 + \frac{D(1-t)}{E} \right]$$

E: Patrimonio

D: Pasivo

T: Tasa impositiva

Riesgo País: Determina ese riesgo adicional al cual se ve expuesto un negocio por estar ubicado o vinculado a una economía emergente. En consecuencia, el inversionista deberá exigir un retorno esperado mayor por estar expuesto a un riesgo adicional. Para la valoración se toma índice EMBI para Colombia tomándolo como el promedio del último año<sup>29</sup>.

**6.4.3 Determinación de Costo de la Deuda.** El costo de la deuda ( $K_d$ ), corresponde al costo que tiene una empresa para desarrollar su actividad a través de su financiación en forma de créditos y préstamos.

$$k_d = i (1 - t)$$

Dónde:

i: Interés al que la empresa obtiene financiación.

t: Tasa impositiva

---

<sup>29</sup> AMBITO.COM. Riesgo País (Embi + elaborado por JP Morgan) [en Línea]. <<http://www.ambito.com/economia/mercados/riesgo-pais/info/?id=4>> [ Citado en 15 marzo 2017]

**6.4.4 Determinación del Costo del Capital.** Es la tasa de descuento que se utiliza para descontar los flujos de caja futuros al valorar un proyecto de inversión. Pondera los costos de cada una de las fuentes de capital, independientemente de que estas sean propias o de terceros.

$$WACC = K_e E / (E + D) + K_d (1 - T) D / (E + D)$$

Dónde:

Ke: Costo del patrimonio

Kd: Costo de la deuda financiera

E: Patrimonio

D: Deuda Financiera

T: Tasa impositiva

**6.4.5 Determinación del Valor Residual.** El Valor Residual o Valor de Continuidad, corresponde al valor más allá del periodo proyectado explícito. En la práctica, el valor residual es frecuentemente calculado utilizando el modelo de Gordon-Shapiro, el cual tiene como base el supuesto crecimiento constante de los flujos de caja libres futuros. Así, se ha de estimar la tasa de crecimiento que el negocio experimentará después del periodo proyectado explícito. En el modelo de valoración se trabajó bajo este modelo donde el Valor Residual (VR) fue dado:

$$\text{Valor Residual} = \frac{F_n * (1 + g)}{(wacc - g)} \quad \text{VP Valor Residual} = \frac{F_n * (1 + g)}{(wacc - g) * (1 + WACC)^n}$$

## 6.5 ELABORACIÓN DE PROYECCIONES FINANCIERAS.

**6.5.1 Supuestos Generales.** Lo que se pretende con este ejercicio es llegar a una cifra justificable, por lo que es clave para los resultados los supuestos asociados a las variables utilizadas para llegar a estos.

a) Periodo Relevante:

Corresponde al periodo proyectado explícito para el cual ha sido calculados los flujos de caja específicos; tiempo en el cual han sido calculado los ingresos y egresos y los cuales reflejan la estrategia del negocio, para este caso se tomaron 5 años, correspondiente al 2017 al 2021.

b) Supuestos Macroeconómicos: para realizar las diferentes proyecciones se trabajaron con supuesto de la tabla 28.

Tabla 28. Supuestos Macroeconómicos

Supuestos Macroeconómicos	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p
Crecimiento en Ventas	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Crecimiento PIB	2.5%	3.1%	3.4%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
Inflación Local	4.1%	3.6%	3.3%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
Inflación Externa	2.4%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
Tasa de Cambio COP/USD (fdp)	3,105	3,075	3,016	2,956	2,973	2,991	3,008	3,026	3,044	3,062
Devaluación (fdp)	0.4%	-1.0%	-1.9%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
Devaluación (promedio)	2.3%	-0.8%	-1.4%	-2.0%	-0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
DTF Fin de Año (E.A.) (%)	6.1%	5.8%	5.5%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
Tasa Imporenta (%)	34.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%
Tasa CREE (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Sobretasa CREE (%)	6.0%	4.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Gravamen movimientos financieros (%)	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%

Fuente: LatinFocus Consensus Forecast Diciembre 2016

Inflación Externa: U.S. Bureau of Labor Statistics; The Puget Sound Economic Forecaster, prepared by Conway Pedersen Economics, Inc. Octubre 2016

Informacion suministrada por Banicol

c) Parámetros para proyecciones.

Para las proyecciones entre los años 2017 a 2026 del estado de resultado se tomaron los parámetros de la tabla 29.

**Tabla 29. Parámetros para proyecciones para el Estado de Resultado**

Estado de Resultado	Año 2017P - 2026P	
Facturación	% Crecimiento Ventas	
<b>Margen Bruta</b>	El Calculado para 2017P	
<b>Gastos De Administración Y Ventas</b>		
<b>Operacionales De Administración</b>		
Gastos De Personal	IPC +	3%
Honorarios	IPC +	0%
Impuestos	Inc de Ventas+	0%
Arrendamientos	IPC +	2%
Contribuciones Y Afiliaciones	IPC +	0%
Seguros	IPC +	0%
Servicios	IPC +	2%
Gastos Legales	IPC +	0%
Mantenimiento Y Reparaciones	IPC +	0%
Adecuación E Instalación	IPC +	0%
Gastos De Viaje	Inc de Ventas+	3%
Diversos	IPC +	0%
Provisiones	Inc de Ventas+	0%
Gastos Recurrentes no Operacionales	Inc de Ventas+	0%

<b>Operacionales De Ventas</b>		
Gastos De Personal	Inc de Ventas+	0%
Honorarios	Inc de Ventas+	0%
Impuestos	Inc de Ventas+	0%
Arrendamientos	IPC +	2%
Contribuciones Y Afiliaciones	IPC	0%
Seguros	Inc de Ventas+	0%
Servicios	IPC +	2%
Gastos Legales	IPC +	0%
Mantenimiento Y Reparaciones	IPC +	0%
Adecuación E Instalación	IPC +	0%
Gastos De Viaje	Inc de Ventas+	3%
Diversos	IPC +	0%
Gastos Recurrentes no Operacionales	Inc de Ventas+	0%

Para las proyecciones entre los años 2017 a 2026 del Balance General se tomaron bajo el método de rotaciones según los parámetros de la tabla 30.

**Tabla 30. Parámetros para proyecciones para el Balance General**

Estado de Resultado	Año 2017P-2026P
<b>Activo Corriente</b>	
Efectivo	Facturación
Inversiones	Mantuvieron Fijas
Deudores O Ctas Por Cobrar	Facturación
Inventarios	Costo de Ventas
Intangibles	Facturación
Diferidos A Cp	Gastos Operacionales
<b>Activo No Corriente</b>	
Inversiones Permanentes	Mantuvieron Fijas
Propiedad Planta Y Equipo	Mantuvieron Fijas
Cargo Diferido	Gastos Operacionales
Valorizaciones	Mantuvieron Fijas
Otros Activos No Operacionales	Facturación
<b>Pasivo Corriente</b>	
Obligaciones Financieras Cp	Se calcularon con Flujo Caja
Proveedores	Costo de Ventas
Cuentas Por Pagar	Facturación
Impuestos Y Gravámenes	Facturación
Obligaciones Laborales	Gastos Operacionales
Pasivos Estimados Y Provisiones	Gastos Operacionales
Pasivos Diferidos Y Otros Pasivos	Facturación
<b>Pasivo No Corriente</b>	
Obligaciones Financieras Lp	Se calcularon con Flujo Caja
Diferidos Largo Plazo	Facturación

**6.5.2 Balance General.** Con los parámetros mencionados en el punto 5.5.1 se obtuvieron los siguientes resultados de la tabla 31 para los años 2017 a 2021.

**Tabla 31. Proyección del Balance General**

Cifras (\$Miles de Pesos)	Proyecciones (5Años)				
	2017 P	2018 P	2019 P	2020 P	2021 P
<b>BALANCE GENERAL</b>					
<b>ACTIVO</b>	<b>\$ 117,251,143</b>	<b>\$ 123,253,727</b>	<b>\$ 124,254,686</b>	<b>\$ 127,069,201</b>	<b>\$ 129,972,287</b>
<b>Activo Corriente</b>	<b>\$ 86,407,870</b>	<b>\$ 92,764,546</b>	<b>\$ 94,045,389</b>	<b>\$ 95,394,167</b>	<b>\$ 96,409,548</b>
Disponible	\$ 1,639,058	\$ 1,770,092	\$ 1,827,595	\$ 1,886,967	\$ 1,924,693
Inversiones CP	\$ 2,797,667	\$ 2,991,055	\$ 3,088,257	\$ 3,188,618	\$ 3,252,391
Deudores	\$ 64,851,592	\$ 72,119,407	\$ 74,256,067	\$ 76,461,273	\$ 78,405,566
Inventarios	\$ 201,407	\$ 218,166	\$ 225,015	\$ 232,087	\$ 236,580
Intagibles	\$ 15,826,838	\$ 14,779,841	\$ 13,725,997	\$ 12,666,162	\$ 11,600,099
Diferidos a CP	\$ 1,091,308	\$ 885,984	\$ 922,458	\$ 959,061	\$ 990,220
<b>Activo no Corriente</b>	<b>\$ 30,843,273</b>	<b>\$ 30,489,181</b>	<b>\$ 30,209,297</b>	<b>\$ 31,675,033</b>	<b>\$ 33,562,739</b>
Inversiones	\$ 5,460,090	\$ 5,544,650	\$ 5,569,849	\$ 5,595,867	\$ 5,612,400
Prop, Planta, equipo Neto	\$ 7,262,363	\$ 6,831,959	\$ 6,523,773	\$ 7,960,370	\$ 9,828,891
Diferidos a LP	\$ 82,765	\$ 74,518	\$ 77,620	\$ 80,741	\$ 83,393
Valorizaciones	\$ 18,038,055	\$ 18,038,055	\$ 18,038,055	\$ 18,038,055	\$ 18,038,055
<b>PASIVO</b>	<b>\$ 65,961,880</b>	<b>\$ 69,923,566</b>	<b>\$ 68,733,242</b>	<b>\$ 68,447,423</b>	<b>\$ 68,990,064</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>\$ 57,975,980</b>	<b>\$ 64,604,795</b>	<b>\$ 65,181,147</b>	<b>\$ 66,065,555</b>	<b>\$ 67,383,340</b>
Obligaciones financieras	\$ 20,904,130	\$ 26,000,329	\$ 25,607,795	\$ 24,518,609	\$ 24,808,621
Proveedores	\$ 763,553	\$ 814,894	\$ 841,376	\$ 868,719	\$ 886,093
Cuentas Pagar	\$ 20,800,593	\$ 22,358,856	\$ 23,080,066	\$ 23,824,289	\$ 24,298,981
Impuestos y Gavámenes	\$ 5,652,327	\$ 4,905,633	\$ 4,792,953	\$ 5,651,787	\$ 5,958,962
Obligaciones Laborales	\$ 510,813	\$ 447,911	\$ 466,573	\$ 485,339	\$ 501,309
Pasivos Estimados y Provisones	\$ 2,178,407	\$ 2,410,070	\$ 2,485,770	\$ 2,562,903	\$ 2,618,328
Diferidos y otros	\$ 7,166,157	\$ 7,667,102	\$ 7,906,614	\$ 8,153,909	\$ 8,311,047
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>\$ 7,985,900</b>	<b>\$ 5,318,771</b>	<b>\$ 3,552,095</b>	<b>\$ 2,381,868</b>	<b>\$ 1,606,724</b>
Obligaciones financieras	\$ 7,900,000	\$ 5,232,871	\$ 3,466,195	\$ 2,295,968	\$ 1,520,823
Diferidos LP	\$ 85,900	\$ 85,900	\$ 85,900	\$ 85,900	\$ 85,900
<b>PATRIMONIO</b>	<b>\$ 51,289,263</b>	<b>\$ 53,330,161</b>	<b>\$ 55,521,445</b>	<b>\$ 58,621,778</b>	<b>\$ 60,982,223</b>

**6.5.3 Estado de Resultados.** Con los parámetros mencionados en el punto 5.5.1 se obtuvieron los siguientes resultados de la tabla 32 para los años 2017 a 2021.

**Tabla 32. Proyección del Estado de Resultado 2017-2021**

Cifras (\$Miles de Pesos)	Proyecciones (5Años)				
	2017 P	2018 P	2019 P	2020 P	2021 P
<b>ESTADO DE RESULTADO ACUMULADO</b>					
<b>Facturación</b>	<b>\$ 301,236,121</b>	<b>\$ 311,025,614</b>	<b>\$ 321,133,243</b>	<b>\$ 331,569,348</b>	<b>\$ 338,200,735</b>
<b>Facturación Ajustada</b>	<b>\$ 301,236,121</b>	<b>\$ 311,025,614</b>	<b>\$ 321,133,243</b>	<b>\$ 331,569,348</b>	<b>\$ 338,200,735</b>
Ingresos Operacionales	\$ 55,195,332	\$ 56,989,056	\$ 58,841,071	\$ 60,753,273	\$ 61,968,338
(-) Costo de Venta	\$ 22,663,524	\$ 23,113,923	\$ 23,348,055	\$ 23,572,994	\$ 23,499,958
<b>UTILIDAD BRUTA SIN FLOTA PROPIA</b>	<b>\$ 32,531,809</b>	<b>\$ 33,875,133</b>	<b>\$ 35,493,016</b>	<b>\$ 37,180,279</b>	<b>\$ 38,468,381</b>
Ingresos Flota Propia	\$ 14,400,000	\$ 14,867,967	\$ 15,351,143	\$ 15,850,020	\$ 16,167,021
(-) Costos Flota Propia	\$ 13,650,262	\$ 14,093,864	\$ 14,551,883	\$ 15,024,786	\$ 15,325,282
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	<b>\$ 33,281,547</b>	<b>\$ 34,649,236</b>	<b>\$ 36,292,276</b>	<b>\$ 38,005,512</b>	<b>\$ 39,310,119</b>
<b>Margen Intermediacion</b>	<b>11.05%</b>	<b>11.14%</b>	<b>11.30%</b>	<b>11.46%</b>	<b>11.62%</b>
(-) Gastos de Admon	\$ 6,701,778	\$ 7,037,822	\$ 7,377,807	\$ 7,715,282	\$ 8,040,126
(-) Gastos de Ventas	\$ 10,487,942	\$ 10,882,275	\$ 11,285,575	\$ 11,695,132	\$ 12,005,601
(+) Ingreso Recurrente	\$ 1,060,062	\$ 1,045,221	\$ 1,027,452	\$ 1,005,876	\$ 984,752
<b>EBITDA</b>	<b>\$ 17,151,889</b>	<b>\$ 17,774,359</b>	<b>\$ 18,656,346</b>	<b>\$ 19,600,974</b>	<b>\$ 20,249,145</b>
<b>Margen Ebitda</b>	<b>5.69%</b>	<b>5.71%</b>	<b>5.81%</b>	<b>5.91%</b>	<b>5.99%</b>
(-)Intereses Financieros	\$ 2,913,209	\$ 3,076,101	\$ 3,238,878	\$ 3,397,318	\$ 3,563,514
<b>EBTDA</b>	<b>\$ 14,238,680</b>	<b>\$ 14,698,258</b>	<b>\$ 15,417,468</b>	<b>\$ 16,203,655</b>	<b>\$ 16,685,630</b>
<b>Margen Ebtlda</b>	<b>4.73%</b>	<b>4.73%</b>	<b>4.80%</b>	<b>4.89%</b>	<b>4.93%</b>
(-)Dep, Amort y Prov	\$ 3,775,765	\$ 3,477,798	\$ 3,362,185	\$ 1,623,398	\$ 1,197,644
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>\$ 13,376,124</b>	<b>\$ 14,296,561</b>	<b>\$ 15,294,162</b>	<b>\$ 17,977,575</b>	<b>\$ 19,051,500</b>

Cifras (\$Miles de Pesos)	Proyecciones (5Años)				
	2017 P	2018 P	2019 P	2020 P	2021 P
<b>ESTADO DE RESULTADO ACUMULADO</b>					
<b>Margen Operacional</b>	<b>4.44%</b>	<b>4.60%</b>	<b>4.76%</b>	<b>5.42%</b>	<b>5.63%</b>
(+)Otros Ingresos	\$ 211,155	\$ 215,277	\$ 218,845	\$ 221,610	\$ 224,423
(-)Otros Gastos	\$ 329,700	\$ 341,569	\$ 352,841	\$ 363,074	\$ 373,603
(-)Gastos Excluidos de Ebitda	\$ 425,290	\$ 440,600	\$ 455,140	\$ 468,339	\$ 481,921
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>\$ 9,919,080</b>	<b>\$ 10,653,568</b>	<b>\$ 11,466,148</b>	<b>\$ 13,970,455</b>	<b>\$ 14,856,885</b>
(-)Provision para impuesto	\$ 4,892,252	\$ 4,404,822	\$ 4,275,867	\$ 5,117,897	\$ 5,414,393
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>\$ 5,026,828</b>	<b>\$ 6,248,746</b>	<b>\$ 7,190,281</b>	<b>\$ 8,852,558</b>	<b>\$ 9,442,492</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>1.67%</b>	<b>2.01%</b>	<b>2.24%</b>	<b>2.67%</b>	<b>2.79%</b>

## 6.5.4 Estructura de Financiamiento

Tabla 33. Proyección de Endeudamiento 2017-2021

Cifras (\$Miles de Pesos)	Proyecciones (5Años)				
	2017 P	2018 P	2019 P	2020 P	2021 P
<b>ENDEUDAMIENTO FINANCIERO NETO</b>					
<b>Total de Obligaciones Financieras</b>	<b>\$ 28,976,036</b>	<b>\$ 31,233,201</b>	<b>\$ 29,073,992</b>	<b>\$ 26,814,580</b>	<b>\$ 26,329,448</b>
Credito de Tesoreria	\$ 14,451,118	\$ 21,725,927	\$ 22,776,479	\$ 22,643,177	\$ 23,566,356
Contratos en Arriendo Financiero	\$ 6,453,012	\$ 4,274,403	\$ 2,831,316	\$ 1,875,432	\$ 1,242,265
Creditos de LP	\$ 7,900,000	\$ 5,232,871	\$ 3,466,195	\$ 2,295,968	\$ 1,520,823
Credito de Socios	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
SalDOS Leasing Operativos	\$ 171,906	\$ 1	\$ 2	\$ 3	\$ 4
<b>Total Caja Consolidada</b>	<b>\$ 5,141,050</b>	<b>\$ 5,550,366</b>	<b>\$ 5,730,408</b>	<b>\$ 5,916,301</b>	<b>\$ 6,034,422</b>
<b>Deuda Financiera Neta</b>	<b>\$ 23,834,986</b>	<b>\$ 25,682,835</b>	<b>\$ 23,343,584</b>	<b>\$ 20,898,279</b>	<b>\$ 20,295,026</b>

**Indicadores**

Pasivo Fro / Ebitda	1.39	1.44	1.25	1.07	1.00
Ebitda / Intereses	5.89	5.78	5.76	5.77	5.68
Endeudamiento Financiero	24.71%	25.34%	23.40%	21.10%	20.26%
Endeudamiento Total	56.26%	56.73%	55.32%	53.87%	53.08%

**6.5.5 Principales Indicadores.** Se obtuvieron los siguientes indicadores de la tabla 34 para los años 2017 a 2021

**Tabla 34. Proyección de Indicadores 2017-2021**

Cifras (\$Miles de Pesos)	Proyecciones (5Años)				
	2017 P	2018 P	2019 P	2020 P	2021 P
<b>INDICADORES KPIS</b>					
Endeudamiento Financiero	24.71%	25.34%	23.40%	21.10%	20.26%
Endeudamiento Total	56.26%	56.73%	55.32%	53.87%	53.08%
Pasivo Fro / Ebitda	1.39	1.44	1.25	1.07	1.00
Intereses / Ebitda	16.98%	17.31%	17.36%	17.33%	17.60%
Rotación Cartera	44.1	46.7	49.2	49.2	49.9
Margen Neto	11.05%	11.14%	11.30%	11.46%	11.62%
Margen EBITDA	5.69%	5.71%	5.81%	5.91%	5.99%
ROA	11.41%	11.60%	12.31%	14.15%	14.66%
ROE	9.80%	11.72%	12.95%	15.10%	15.48%

**6.5.6 Flujos de Caja.** Se obtuvieron los siguientes resultados de la tabla 35 para los años 2017 a 2021

**Tabla 35. Proyección del Flujo de Caja 2017-2021**

Cifras (\$Miles de Pesos)	Proyecciones (5Años)				
	2017 P	2018 P	2019 P	2020 P	2021 P
<b>FLUJO DE CAJA</b>					
Utilidad Operativa	\$ 13,376,124	\$ 14,296,561	\$ 15,294,162	\$ 17,977,575	\$ 19,051,500
(+) Depreciaciones y Amortizaciones	\$ 3,775,765	\$ 3,477,798	\$ 3,362,185	\$ 1,623,398	\$ 1,197,644
<b>EBITDA</b>	<b>\$ 17,151,889</b>	<b>\$ 17,774,359</b>	<b>\$ 18,656,346</b>	<b>\$ 19,600,974</b>	<b>\$ 20,249,145</b>
(-) Impuestos sobre utilidad Operacional	\$ 4,892,252	\$ 4,404,822	\$ 4,275,867	\$ 5,117,897	\$ 5,414,393
<b>Flujo de Caja Bruto</b>	<b>\$ 12,259,637</b>	<b>\$ 13,369,538</b>	<b>\$ 14,380,480</b>	<b>\$ 14,483,077</b>	<b>\$ 14,834,751</b>
(-) Inversiones en KTNO	\$ 6,278,817	\$ 6,290,633	\$ 2,023,689	\$ 2,080,370	\$ 2,106,225
(-) Inversiones en Capex	\$ 2,532,996	\$ 1,584,495	\$ 1,578,889	\$ 1,573,101	\$ 1,569,423
<b>Flujo de Caja Libre</b>	<b>\$ 3,447,825</b>	<b>\$ 5,494,409</b>	<b>\$ 10,777,901</b>	<b>\$ 10,829,606</b>	<b>\$ 11,159,103</b>
(+) Flujos No Operacionales	\$ 3,239,431	-\$ 508,495	-\$ 323,313	\$ 638,721	\$ 9,317
(+) Flujo de Deuda	-\$ 4,732,095	-\$ 647,031	-\$ 5,398,088	-\$ 5,656,731	-\$ 4,048,647
(+) Movimiento Patrimonial	-\$ 2,128,960	-\$ 4,207,849	-\$ 4,998,997	-\$ 5,752,225	-\$ 7,082,046
<b>Caja del Periodo</b>	<b>-\$ 173,799</b>	<b>\$ 131,034</b>	<b>\$ 57,503</b>	<b>\$ 59,372</b>	<b>\$ 37,726</b>
(+) Caja inicial	\$ 1,812,857	\$ 1,639,058	\$ 1,770,092	\$ 1,827,595	\$ 1,886,967
<b>Caja Final</b>	<b>\$ 1,639,058</b>	<b>\$ 1,770,092</b>	<b>\$ 1,827,595</b>	<b>\$ 1,886,967</b>	<b>\$ 1,924,693</b>

## 6.5.7 Valor de Empresa

a) Calculo de Costo de la deuda (Kd)

**Tabla 36. Costo de la Deuda (Kd)**

Concepto	2016	2017 P	2018 P	2019 P	2020 P	2021 P
Impuesto de Renta	40.00%	40.00%	37.00%	33.00%	33.00%	33.00%
Tasa promedio (Mensual)	0.89%	0.89%	0.89%	0.89%	0.89%	0.89%
Costos de Deuda (% Kd )	11.26%	11.26%	11.26%	11.26%	11.26%	11.26%
<b>Costo Deuda desp Tax (% Kdt)</b>	<b>6.76%</b>	<b>6.76%</b>	<b>7.09%</b>	<b>7.54%</b>	<b>7.54%</b>	<b>7.54%</b>

b) Calculo de Estructura de Capital

**Tabla 37. Estructura de Capital**

Concepto	2016	2017 P	2018 P	2019 P	2020 P	2021 P
Pasivo (D)	\$ 62,586,698	\$ 65,961,880	\$ 69,923,566	\$ 68,733,242	\$ 68,447,423	\$ 68,990,064
Patrimonio ( E )	\$ 49,338,560	\$ 51,289,263	\$ 53,330,161	\$ 55,521,445	\$ 58,621,778	\$ 60,982,223
Capital	\$ 111,925,258	\$ 117,251,143	\$ 123,253,727	\$ 124,254,686	\$ 127,069,201	\$ 129,972,287
D/(E+D)	55.92%	56.26%	56.73%	55.32%	53.87%	53.08%
E/(E+D)	44.08%	43.74%	43.27%	44.68%	46.13%	46.92%
D/E	1.27	1.29	1.31	1.24	1.17	1.13

c) Calculo del costo de patrimonio (Ke) y Wacc

**Tabla 38. Costos de patrimonio (Ke) y Wacc**

<b>1. CALCULO DE PATRIMINIO (KE) y WACC</b>						
<b>Concepto</b>	<b>2016</b>	<b>2017 P</b>	<b>2018 P</b>	<b>2019 P</b>	<b>2020 P</b>	<b>2021 P</b>
Tasa Libre de Riesgo	2.17%	2.17%	2.17%	2.17%	2.17%	2.17%
Prima de Riesgo del Mercado	4.62%	4.62%	4.62%	4.62%	4.62%	4.62%
Beta del Sector (Desapalancada)	1.01	1.01	1.01	1.01	1.01	1.01
Beta Apalancada	1.78	1.79	1.84	1.85	1.80	1.78
Ajuste Prima de Riesgo del Mercado	8.22%	8.27%	8.52%	8.54%	8.32%	8.20%
Riesgo País	2.81%	2.81%	2.81%	2.81%	2.81%	2.81%
Inflacion Externa (E.U)	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
Inflacion Interna (COL)	4.10%	4.10%	4.10%	4.10%	4.10%	4.10%
Expectativa de Devaluacion	2.06%	2.06%	2.06%	2.06%	2.06%	2.06%
Costo del Patrimonio Ke (USD)	13.20%	13.25%	13.50%	13.52%	13.30%	13.18%
Ke Constantes	10.98%	11.03%	11.28%	11.29%	11.08%	10.96%
<b>Costo del Patrimonio Ke (COL)</b>	<b>15.53%</b>	<b>15.58%</b>	<b>15.84%</b>	<b>15.85%</b>	<b>15.63%</b>	<b>15.51%</b>
<b>Costo de Capital WACC</b>	<b>10.62%</b>	<b>10.61%</b>	<b>10.88%</b>	<b>11.26%</b>	<b>11.27%</b>	<b>11.28%</b>

d) Valor de Empresa

**Tabla 39. Valoración de Flujo de Caja Libre**

Concepto	2016	2017 P	2018 P	2019 P	2020 P	2021 P
Flujo de Caja Libre	\$ 10,335,160	\$ 3,447,825	\$ 5,494,409	\$ 10,777,901	\$ 10,829,606	\$ 11,159,103
Costo de Capital WACC	10.62%	10.61%	10.88%	11.26%	11.27%	11.28%
Flujo de Caja Libre Descontado	\$ 10,335,160	\$ 3,116,965	\$ 4,469,318	\$ 7,826,286	\$ 7,063,879	\$ 6,538,652
Valor Terminal						\$ 122,616,359
Valor Terminal Descontado						\$ 71,846,786

Inflacion Esperada	<b>2.90%</b>
Crecimiento del PIB	<b>3.80%</b>
Crecimiento Esperado	<b>6.81%</b>
Tasa de Crecimiento de Perpetuida	<b>2.00%</b>
Valor Actual FCL	<b>\$ 39,350,260</b>
Valor Presente Continuidad	<b>\$ 71,846,786</b>
<b>Valor de la Empresa</b>	<b>\$ 111,197,046</b>

<b>Deuda Financiera</b>	<b>-\$ 31,220,981</b>
<b>Valor Patrimonial</b>	<b>\$ 79,976,065</b>

Para el cálculo del “g” se realizó inicialmente una estimación como la combinación de la Inflación esperada y el crecimiento de la economía esperada, dando como resultado 6,81%, el cual se considera un valor muy elevado; por lo que se decide tomar el crecimiento esperado de las ventas que se muestra en la tabla 28 y cuyo valor es el 2%.

e) Análisis de Sensibilidad

En el análisis de sensibilidad realizado, tenemos que al modificar las variables WACC y Tasa de Crecimiento (g), se evidencia en la tabla 40 que el valor de la empresa oscilará entre \$94.414 millones y 136.920 millones en los escenarios extremos.

**Tabla 40. Análisis de Sensibilidad**

			WACC				
			-100 pb	-50 pb	Base	+50 pb	+100 pb
			10.28%	10.78%	11.28%	11.78%	12.28%
Tasa de Crecimiento( g)	-100 pb	1.00%	\$ 114,603,118	\$ 108,772,398	\$ 103,514,980	\$ 98,751,002	<b>\$ 94,414,764</b>
	-50 pb	1.50%	\$ 119,229,604	\$ 112,851,487	\$ 107,131,643	\$ 101,973,942	\$ 97,300,083
	Base	2.00%	\$ 124,414,653	\$ 117,395,013	<b>\$ 111,137,914</b>	\$ 105,526,329	\$ 100,465,998
	+50 pb	2.50%	\$ 130,265,918	\$ 122,487,087	\$ 115,600,332	\$ 109,461,400	\$ 103,955,531
	+100 pb	3.00%	<b>\$ 136,920,613</b>	\$ 128,233,429	\$ 120,601,504	\$ 113,844,511	\$ 107,820,976

## 7. CONCLUSIONES DE LA VALORACION

Previa a la entrada de los inversionistas, la limitación de recursos constituía la principal barrera de expansión de la Holding. Por un lado, la compañía había consumido su cupo de endeudamiento con las entidades financieras por lo cual no podía seguir fondeando su expansión mediante esta vía y por otro, la participación en nuevos negocios, contratos y licitaciones requería un patrimonio más robusto y sólido.

Con la inyección de capital y el respaldo de los nuevos inversionistas, la compañía adquirió mayor poder de negociación con el sector financiero, mostrando una mayor solvencia financiera y permitiendo desarrollar estrategias encaminadas a alcanzar mayores niveles de crecimiento.

Más allá del aporte de capital, el ingreso de los nuevos inversionistas ha respaldado la implementación de la estrategia de expansión, logrando mayor confiabilidad de sus operaciones, facilitando la consecución de negocios y contribuyendo también a mejorar los estándares del sector a nivel nacional. Adicional la Compañía viene impulsando la diversificación de sectores a los cuales se les brinda servicios, con el objetivo de mitigar el riesgo de los ciclos de las industrias colombianas y alcanzar los resultados más eficientes.

A través del Flujo de Caja Libre Descontado, se logró determinar que el valor económico de la compañía asciende a \$111.197 millones, valor que ha venido en crecimiento con la entrada de los inversionistas y la reestructuración administrativa, comercial y operativa que esto conllevó. Lo anterior se evidencia comparando el precio con que fue valorada la compañía en el año 2013 al momento de la venta a

los inversionistas, por un valor de \$ 77.695 millones, es decir, un incremento del 43% en los 3 años.

Por otro lado, es importante tener en cuenta el valor patrimonial de la compañía, ya que refleja directamente el valor del capital para los propietarios y este valor el que realmente el inversionista quiere conocer cuando se pregunta cuánto vale su compañía. El valor del patrimonio paso de \$44.214 para el 2013 a 79.976 Millones, un crecimiento del 80%.

La proyección de los Estados financieros de la Empresa evidencia entre otros, aspectos relevantes tales como:

- Mayores márgenes de intermediación, ebitda, operacional y netos para los próximos 5 años.
- Niveles de endeudamiento constantes año a año alrededor 55% con mejoramiento en el indicador de la capacidad de pago.
- Incremento en la rentabilidad del activo y del patrimonio.

## BIBLIOGRAFIA

AMBITO. Riesgo País (Embi + elaborado por JP Morgan) [en Línea]. disponible en: <<http://www.ambito.com/economia/mercados/riesgo-pais/info/?id=4>> [Citado en 15 marzo 2017]

ANIF. Costos de transporte, Multimodalismo y la competitividad de Colombia. (2014). P. 192. [en Línea]. Disponible en: <[http://anif.co/sites/default/files/uploads/LIBRO%20MULTIMODALISMO%20ANIF-CCI\\_1.pdf](http://anif.co/sites/default/files/uploads/LIBRO%20MULTIMODALISMO%20ANIF-CCI_1.pdf)>

ARGUELLO RANGEL, Jennyfer, CANO CASTRO, Hugo y FERNANDEZ MENDEZ, Pablo. Valoración Económica de la Empresa Transapex S.A.S. 2013. Trabajo de grado. Corporación Universitaria Adventista UNAC. Facultad de ciencias administrativas y contables. [en Línea]. Disponible: <<http://repository.unac.edu.co/jspui/bitstream/11254/366/1/Trabajo%20de%20grado%20%28rev%29>>

BARRIOS, Alberto Parra. Valoración De Empresas: Métodos De Valoración. Revista Contexto-Universidad La Gran Colombia, 2013, vol. 2, no 1, p. 84-100.

BLANCO PASCUAL, Luis. Valoración de empresas por descuento de flujos de caja: proyección de ratios y estimación del valor terminal por múltiplos. Revista Universo Contábil [en línea] 2009, 5 (Abril-Junio): [en Línea]. [Fecha de consulta: 18 de noviembre de 2015] Disponible en: <<http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=117015044009>> ISSN 1809-3337

CONSEJO PRIVADO DE COMPETITIVIDAD. Informe nacional de competitividad nacional, 2015-2016 y 2016-2017 [en Línea]. Disponible en <<http://www.compite.com.co/site/wp-content/uploads/2015/11/INC-2015-2016.pdf>>

CONSEJO PRIVADO DE COMPETITIVIDAD. Informe nacional de competitividad nacional, 2014-2015. P. 324. [en Línea]. Disponible en <[http://www.compite.com.co/site/wp-content/uploads/2014/11/CPC\\_INC-2014-2015-1.pdf](http://www.compite.com.co/site/wp-content/uploads/2014/11/CPC_INC-2014-2015-1.pdf)>

DAMODARAN ONLINE. Annual Returns on Stock, T.Bonds and T.Bills: 1928 – Current [en Línea]. Disponible en: <[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/histretSP.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html)> [Citado en 15 marzo 2017]

DAMODARAN ONLINE. Beta by Sector (US) [en Línea]. Disponible en: <[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)> [Citado en 15 marzo 2017]

DEPARTAMENTO NACIONAL DE PLANEACIÓN. Documento Conpes 3489, política nacional de transporte público automotor de carga. (2007) p. 25. [en Línea]. Disponible en: < <https://www.mintransporte.gov.co/descargar.php?id=453> >

DEPARTAMENTO NACIONAL DE PLANEACIÓN. Documento Conpes: lineamientos de política para la modernización del transporte automotor de carga y declaratoria de importancia estratégica

DEPARTAMENTO NACIONAL DE PLANEACIÓN. Documento Conpes: lineamientos de política para la modernización del transporte automotor de carga y declaratoria de importancia estratégica del programa de reposición y renovación del

parque automotor de carga [en Línea]. Disponible en:  
<<https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/Conpes/Econ%C3%B3micos/3759.pdf> >

ESCOBAR, Jenny Moscoso; BOTERO, Sergio Botero. Métodos de valoración de nuevos emprendimientos. Semestre Económico, 2013, vol. 16, no 33, p. 237-262.

FERNÁNDEZ, Pablo. '201 [i.e. Doscientos uno] errores en la valoración de empresas: diagnóstico para conocerlos y prevenirlos / P. Fernández'. Deusto, 2008. Disponible en OAlster, EBSCOhost [bases de datos], revisado el 20 Noviembre 2015.

FERNÁNDEZ, Pablo. Métodos de valoración de empresas. Price wáter house Coopers Professor of Corporate Finance. 48p. Madrid. IESE Business School, 2008.

FERNÁNDEZ, Pablo. Métodos de valoración de empresas. Price wáter house Coopers Professor of Corporate Finance. 48p. Madrid. IESE Business School, 2008.

FUNCIÓN PÚBLICA. Sector transporte. [en Línea]. Disponible en  
<<https://www.funcionpublica.gov.co/documents/418537/506917/1280.pdf/79f135ce-b682-44b6-8270-582fa6927678> >

JARAMILLO ESTRADA, Adriana y TOBON FLOREZ, Wilmer. Reporte Financiero Burkenroad de Enka Colombia S.A. Universidad Eafit. Medellín- Colombia. 2015 [en Línea]. Disponible en  
<http://www.eafit.edu.co/escuelas/economiafinanzas/laboratorio-financiero/burkenroad/Burkenroad%202015/Reporte%20Burkenroad%20Universidad%20EAFIT%20-%20Enka%202015.pdf>

LEON GARCIA, Oscar. Valoración de Empresas, Gerencia del Valor y Eva. Medellín, Colombia. Digital Express Ltda, 2003 Capitulo 10. Método de Flujo de Caja Descontado.

Observaciones del consejo privado de competitividad al sector transporte de carga / Revista Colfecar, Edición 6 (enero-marzo 2016), Bogotá, Online visión gráfica. P 26-30. Trimestral. ISSN 2422-1477. [en Línea]. Disponible en <<http://www.colfecar.org.co/EJEMPLARES%20REVISTA%20COLFECAR/1-2016.pdf>>

SAAVEDRA, María Luisa. La valuación de empresas cotizadas en México, mediante la metodología del modelo de Flujo de Efectivo Disponible: Relaciones con la valuación del mercado. Contaduría y Administración [online]. 2007, n.223, pp. 91-112 [en Línea]. [citado 2015-11-18]. Disponible en: <http://www.redalyc.org/pdf/395/39522306.pdf>

TOBÓN, Alexander, et al. Análisis sobre la evolución reciente del sector de transporte en Colombia. Perfil de Coyuntura Económica, 2009, no 13, p. 147-163.

U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. Daily Treasury Yield Curve Rates [en Línea]. Disponible en: <<https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2016>> [Citado en 15 marzo 2017]

YEPES GALLEGO, Juan y JARAMILLO HENAO, Yuly. Reporte Financiero Burkenroad de Avianca Holding S.A. Universidad Eafit. Medellín- Colombia. 2016 [en Línea]. Disponible en <http://www.eafit.edu.co/escuelas/economiayfinanzas/laboratorio-financiero/burkenroad/burkenroad2016/Valoracion-Avianca-Holdings.pdf>