

**VALORACIÓN DE LA EMPRESA RIVAS MORA CONSTRUCCIONES S.A.S., DE
LA CIUDAD DE SAN JUAN DE PASTO, BAJO EL MÉTODO DE FLUJOS DE
CAJA DESCONTADOS DEL PERIODO PROYECTADO 2012 - 2017**

DIANA MARCELA ROMO CALVACHE

**UNIVERSIDAD DE NARIÑO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS
ESPECIALIZACIÓN EN FINANZAS
SAN JUAN DE PASTO
2012**

**VALORACIÓN DE LA EMPRESA RIVAS MORA CONSTRUCCIONES S.A.S., DE
LA CIUDAD DE SAN JUAN DE PASTO, BAJO EL MÉTODO DE FLUJOS DE
CAJA DESCONTADOS DEL PERIODO PROYECTADO 2012 - 2017**

DIANA MARCELA ROMO CALVACHE

**Trabajo de grado presentado como requisito para optar al título de
Especialista en Finanzas**

Asesor:

DR. CARLOS ALBERTO HERNÁNDEZ SÁNCHEZ

**UNIVERSIDAD DE NARIÑO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS
ESPECIALIZACIÓN EN FINANZAS
SAN JUAN DE PASTO
2012**

NOTA DE RESPONSABILIDAD

“Las ideas y conclusiones aportadas en el trabajo son responsabilidad exclusiva de sus autores”.

Artículo 1º de acuerdo 324 de octubre 11 de 1966 emanado por el Honorable Consejo Directivo de la Universidad de Nariño.

Nota de aceptación

Presidente de tesis

Jurado 1.

Jurado 2.

San Juan de Pasto, Noviembre de 2012

AGRADECIMIENTOS

Agradezco la colaboración en el desarrollo de este proyecto a mi asesor el Dr. Carlos Alberto Hernández Sánchez, a los jurados el profesor Wilson Revelo y Fidel Díaz por sus sugerencias y el tiempo dedicado a esta investigación, a la Oficina de Posgrados por el acompañamiento, al Doctor Víctor Rivas Martínez y Andrés Mora propietarios de Rivas Mora Construcciones SAS por permitirme el ingreso a su empresa y a todas las personas que de alguna manera contribuyeron en la realización del presente trabajo de grado.

DEDICATORIA

Dedico este trabajo de grado a Dios por estar siempre conmigo, por darme la fortaleza y dedicación para lograr esta meta, a mi madre Mercedes Calvache Astaiza, mi padre Lucio Hernán Romo y mi hermana Andrea Romo Calvache por su incondicionalidad y apoyo incansable y a Fernando Viteri López el amor de mi vida por su compañía, comprensión y fortaleza.

RESUMEN

Hoy en día se ha dado una gran importancia a la valoración de empresa, considerada como una metodología que permite proyectar los resultados que puede tener una toma de decisiones y conocer si cumple o no con las expectativas de los inversionistas, permitiendo la optimización de resultados con el fin de maximizar el valor futuro. Para ello estudiosos han determinado distintos métodos de valoración que determinarán hoy si empresas, proyectos, o inversiones, incrementan valor para sus socios o accionistas en la aplicación de una planeación financiera definida.

Así, este trabajo de grado consistirá en la valoración de la empresa constructora Rivas Mora Construcciones SAS a través de uno de los métodos de valoración de mayor aplicabilidad: "Método de Flujo de Caja Descontados" lo cual pretende ser una herramienta para la toma de decisiones de la empresa con el fin de optimizar resultados y lograr incrementar el valor para sus accionistas, proyectando sus resultados en el periodo comprendido entre los años 2012 - 2017.

ABSTRACT

Today has been enormously important to the valuation of companies, considered as a methodology to project the results that may have a decision and determine whether or not it meets the expectations of investors, allowing the optimization of results to maximize the future value. To do so, scholars have given different valuation methods that determine today if companies, projects, or investments increase value for its shareholders or partners in the implementation of a defined financial planning.

Thus, this paper grade assessment will consist of the construction company Rivas Mora Construcciones SAS through one of the most applicable methods of valuation: "Method Discounted Cash Flow" which is intended as a tool for decision making company in order to optimize results and achieve an increase in shareholder value by projecting its results in the period between 2012 - 2017.

CONTENIDO

	Pág.
INTRODUCCIÓN.....	15
1. DISEÑO DEL PROYECTO	16
1.1. DEFINICIÓN DEL TEMA.....	16
1.2. TITULO	16
1.3. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	16
1.3.1. Descripción del Problema	16
1.3.2. Formulación del Problema	19
1.3.3. Sistematización.....	19
1.4. OBJETIVOS DE INVESTIGACIÓN	19
1.4.1. Objetivo General	19
1.4.2. Objetivos Específicos.....	19
1.5. JUSTIFICACIÓN.....	20
1.5.1. Justificación Práctica.....	20
1.5.2. Justificación Metodológica	20
1.6. MARCO DE REFERENCIA.....	21
1.6.1. Marco Contextual.....	21
1.6.1.1. Actividad económica..	22
1.6.1.2. Planeación estratégica.....	22
1.6.1.3. Descripción del proceso de construcción.	24
1.6.2. Contexto General	25
1.6.3. Marco Legal	29
1.6.4. Marco Conceptual	32
1.6.5. Marco Teórico	34
1.7. METODOLOGÍA	45
1.7.1. Tipo De Estudio	45
1.7.2. Método de Investigación	46
1.7.3. Enfoque de la Investigación	46
1.7.4. Fuentes de Información	47

1.7.4.1.	Información primaria.	47
1.7.4.2.	Información secundaria.	47
1.7.4.3.	Información Terciaria..	47
1.7.5.	Tratamiento de la Información.....	47
2.	RIVAS MORA CONSTRUCCIONES HOY	49
2.1.	LA COMPAÑÍA	49
2.2.	CONCEPTO DEL NEGOCIO	49
2.3.	POSICIONAMIENTO ESTRATÉGICO	51
2.4.	DESCRIPCIÓN DE LA COMPETENCIA.....	51
2.5.	ESTRUCTURA DEL SECTOR.....	54
2.6.	ESTRATEGIA DE NEGOCIO.....	56
2.7.	DIAGNOSTICO FINANCIERO	57
2.7.1.	Resultados a 31 diciembre 2011	57
2.7.2.	Balance General 31 diciembre de 2011	59
2.8.	ANÁLISIS DE RAZONES FINANCIERAS	62
3.	RIVAS MORA CONSTRUCCIONES EN PROYECCIÓN	71
3.1.	ANÁLISIS ESTRATÉGICO	71
3.2.	PLAN DE NEGOCIO A 5 AÑOS.....	72
3.3.	SUPUESTOS DE PROYECCIÓN	72
4.	MVA– EL VALOR ACTUAL DE MERCADO DE RIVAS MORA CONSTRUCCIONES SAS	86
5.	ESTRATEGIAS DE MAXIMIZACIÓN DE VALOR DE RIVAS MORA CONSTRUCCIONES SAS	99
	CONCLUSIONES	102
	RECOMENDACIONES.....	103
	BIBLIOGRAFÍA.....	104
	NETGRAFÍA.....	105
	ANEXOS 108	

LISTA DE FIGURAS

	Pág.
FIGURA 1. FLUJO GRAMA DE PROCESO DE CONSTRUCCIÓN	25
FIGURA 2. CRECIMIENTO PIB TOTAL Y SECTOR CONSTRUCCIÓN	26
FIGURA 3. ÍNDICE DE PRECIOS DE EDIFICACIONES NUEVAS	27
FIGURA 4. IPP Y COSTOS DE CONSTRUCCIÓN.....	28
FIGURA 5. MODELOS DE VALORACIÓN DE EMPRESA.....	36
FIGURA 6. SISTEMA DE CREACIÓN DE VALOR.....	44
FIGURA 7. CRECIMIENTO PIB SECTOR CONSTRUCCIÓN	55
FIGURA 8. ACTIVIDAD EDIFICADORA Y DE VIVIENDA	56
FIGURA 9. SISTEMA DE CREACIÓN DE VALOR.....	101

LISTADO DE CUADROS

	Pág.
CUADRO 1. PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN	37
CUADRO 2. CAPITAL SOCIAL.....	49
CUADRO 3. DEMANDA INSATISFECHA PASTO 2011	50
CUADRO 4. PROYECTOS DE CONSTRUCCIÓN DE VIVIENDA EN PASTO	52
CUADRO 5. ESTADO DE PERDIDAS Y GANANCIAS A 31 DIC 2011.....	58
CUADRO 6. BALANCE GENERAL A 31 DIC 2011.....	60
CUADRO 7. INDICADORES DE LIQUIDEZ.....	63
CUADRO 8. INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO.....	64
CUADRO 9. INDICADORES DE PRODUCTIVIDAD.....	65
CUADRO 10. INDICADORES DE MÁRGENES DE UTILIDAD.....	67
CUADRO 11. INDICADORES DE RENTABILIDAD	68
CUADRO 12. INDUCTORES DE VALOR.....	70
CUADRO 13. COSTOS DIRECTOS.....	74
CUADRO 14. COSTOS INDIRECTOS.....	75
CUADRO 15. RELACIÓN INGRESOS - COSTOS NUEVO HORIZONTE SAS	75
CUADRO 16. RELACIÓN INGRESOS – GASTOS NUEVO HORIZONTE SAS	76
CUADRO 17. GASTOS FINANCIEROS	76
CUADRO 18. DEPRECIACIÓN DE PPYE	78
CUADRO 19. RELACIÓN COSTOS – PROVEEDORES NUEVO HORIZONTE SAS	79
CUADRO 20. RELACIÓN INGRESOS – PASIVO FINANCIERO NUEVO HORIZONTE SAS	80
CUADRO 21. BALANCE GENERAL PROYECTADO	82
CUADRO 22. ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO	84
CUADRO 23. FLUJO DE CAJA PROYECTADO	85
CUADRO 24. ESTRUCTURA FINANCIERA.....	86
CUADRO 25. PROYECCIÓN BETA APALANCADO	88
CUADRO 26. COSTO DEL PATRIMONIO	88
CUADRO 27. COSTO PATRIMONIO EN TÉRMINOS CONSTANTES.....	89
CUADRO 28. COSTO PATRIMONIO EN PESOS CORRIENTES	89

CUADRO 29.	COSTO DEL CAPITAL	90
CUADRO 30.	VALOR PRESENTE DE LA EMPRESA.....	92
CUADRO 31.	VALOR DE CONTINUIDAD EVA.....	92
CUADRO 32.	VALOR DE OPERACIONES MÉTODO EVA.....	93
CUADRO 33.	VALOR ACTUAL DE MERCADO	94
CUADRO 34.	RELACIÓN INGRESOS - FLUJO DE CAJA LIBRE	94

LISTADO DE ANEXOS

Pág.

ANEXO 1.	ESTADOS FINANCIEROS RIVAS MORA CONSTRUCCIONES SAS A 31 DE DICIEMBRE DE 2011	109
ANEXO 2.	ESTADOS FINANCIEROS NUEVO HORIZONTE SAS AÑOS 2007 – 2011	116

INTRODUCCIÓN

Gracias a los avances de la globalización en cuanto a las distintas alternativas de inversión, hoy en día las empresas han dirigido su atención a su capacidad de generar valor para sus socios y accionistas, esto con el fin de tomar decisiones que permitan garantizar ser la mejor alternativa de inversión.

Con el presente trabajo se pretende principalmente contribuir a la empresa objeto de estudio, con herramientas fundamentales para optimizar el proceso de toma de decisiones, basado en la metodología de valoración de empresa cuyo objetivo principal, es reconocer la potencialidad de las empresas de generar riqueza a sus socios o accionistas a futuro.

Así, este estudio partirá inicialmente en la descripción del problema que motiva la realización de este proyecto, los objetivos trazados para su desarrollo, su justificación y la metodología de trabajo; esto se dará a conocer en el primero de los cinco capítulos en los que se desarrollará la presente investigación.

En el segundo capítulo se realizará un análisis financiero de la empresa donde se tratarán aspectos relevantes sobre su desarrollo desde su inicio hasta los resultados obtenidos a 31 de diciembre de 2011, esto con el fin de conocer la situación actual de la misma y establecer las bases para su proyección; seguidamente en un tercer capítulo, y en base a dichos lineamientos se pretende realizar una perspectiva financiera de la empresa para un horizonte de tiempo de 5 años, adicionalmente se calculará con la mayor precisión posible el costo de capital que asumirá la empresa, para con ello dar aplicabilidad al modelo de valoración de empresa basado en el método de flujos de caja descontados, dicha metodología se desarrollará en el cuarto capítulo con el cálculo del Valor Económico de Mercado - MVA con lo que se resolverá si la empresa genera o no valor agregado a sus accionistas.

Finalmente en el quinto capítulo, teniendo en cuenta los resultados, se pretende desde la óptica del analista proponer alternativas de mejora con el fin de maximizar el valor de la empresa, reconociendo falencias de la planeación estratégica y optimizando las fortalezas de la misma.

1. DISEÑO DEL PROYECTO

1.1. DEFINICIÓN DEL TEMA

La presente investigación centra su estudio en:

“VALORACIÓN DE EMPRESA”

1.2. TITULO

“VALORACIÓN DE LA EMPRESA RIVAS MORA CONSTRUCCIONES S.A.S., DE LA CIUDAD DE SAN JUAN DE PASTO, BAJO EL MÉTODO DE FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS DEL PERIODO PROYECTADO 2012 – 2017”

1.3. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

El desconocimiento y falta de aplicación de técnicas y herramientas de valoración hacen que la Cía. Rivas Mora Construcciones SAS pierda oportunidades de mejora a través de toma de decisiones oportunas que le permitan ser una opción atractiva para que sus dueños inviertan su capital aumentando sus aportes en la empresa y no en otras alternativas que ofrece el mercado de capitales.

1.3.1. Descripción del Problema

Hoy en día la globalización junto a las nuevas tecnologías e innovaciones, han permitido que los capitales de potenciales inversionistas se muevan de un lugar a otro casi sin restricciones y vislumbrando atractivas rentabilidades en el corto y largo plazo. De ahí que las empresas se encuentren en una realidad de competitividad frente a un mercado de muchas alternativas de inversión cuyo atractivo está en la capacidad de maximizar riqueza para el accionista.

Teniendo en cuenta esta premisa, se observa la necesidad de las empresas de adoptar herramientas que les permitan conocer su capacidad de generar dicha riqueza, teniendo en cuenta no solo la parte operativa, sino estratégica en el manejo de los recursos aportados por los accionistas, evaluando desde un inicio las diferentes decisiones financieras que pueden adoptarse en un periodo de tiempo y proyectando la optimización de las mismas para la maximización de dichos resultados, finalmente con el objeto de mantener los recursos inyectados,

garantizar sostenibilidad en el tiempo y sobre todo generar valor para sus accionistas.

Sin embargo, solo a mediados de los años 80 el mundo académico advirtió que muchas empresas no eran administradas en función de los intereses de los accionistas¹, es decir que los objetivos de la empresa pese a ser alcanzados no representaban incremento en el patrimonio de los inversionistas; prueba de ello fue más adelante el estudio realizado en el año de 1999 por la empresa consultora Stern & Stewart de Estados Unidos, quien estudió 108 empresas que cotizaban en la Bolsa Mexicana de Valores, de las cuales sólo 16 demostraron generar valor, con lo que se comprobó que la mayoría de las empresas (85%) no generaron valor sino que están destruyéndolo².

Fue así como la empresa consultora se convirtió en la promotora de la implementación de herramientas en grandes compañías para su valoración, determinando así, si generaban valor y reconociendo puntos críticos que les permitieran incrementar el valor patrimonial de los socios o accionistas a futuro.

Localmente, en Colombia, pese a que las pequeñas y medianas empresas no cotizan en bolsa, también reflejan una problemática igual que la mencionada anteriormente, por cuanto son sujeto de la competitividad abrumadora que la globalización trae consigo, es por ello que se identifica la necesidad de aplicar métodos de valoración de empresa con el fin de que haga parte de los procesos administrativos, que les permita conocer su atractivo para el inversionista y/o identificar los puntos críticos que generan o destruyen valor, esto dentro de un contexto de proyecciones financieras, basados en las expectativas de la empresa y del mercado en el que se desenvuelve.

Además la temática del TLC con Estados Unidos ha traído consigo para Colombia diferentes alternativas en cuanto a fuentes de financiación para grandes, medianas y pequeñas empresas, lo cual exige que haya una preparación oportuna en cuanto a la planeación financiera encaminada a ofrecer rendimientos atractivos para el inversionista extranjero, encaminando hacia este fin, todos los procesos de las empresas, adoptando la nueva cultura de gerencia del valor que hoy en día usan las grandes compañías a nivel internacional.

A nivel regional, pese a la potencialidad frente a la temática anteriormente mencionada, aun existe un retraso en la implementación de estas nuevas herramientas administrativas, puesto que la mayoría de las empresas aun usan

¹ García, Oscar León. Seminario Gerencia del Valor. Medellín. Disponible en: http://www.camaramed.org.co:81/mcc/sites/default/files/doc_digital/anexos/2011/Jun/GERENCIA%20DEL%20VALOR.pdf

² SAAVEDRA, García. María Luisa. VII Congreso Internacional de Costos. Punta del Este, Uruguay. Noviembre 2003. Disponible en: http://www.paginaspersonales.unam.mx/files/210/Costos_y_valor.pdf

valores contables para determinar si la empresa genera riqueza. Además, existe una gran falencia en la planeación financiera especialmente en las Pyme de la región, realizando en su mayoría la ejecución de decisiones de inversión de una manera intuitiva, que ha implica un mayor riesgo en la pérdida de capital.

De ahí la importancia de que propietarios, socios y/o accionistas identifiquen desde el inicio la capacidad de una empresa o una alternativa de inversión, de generar valor, con lo que se lograría que dichas inversiones sean cada vez más efectivas no solo para el accionista sino para el surgimiento o desarrollo de empresas competitivas para la región, pues como lo manifiesta Oscar León García, las evidencias sugieren que en la mayoría de los casos, las empresas que generan valor para los accionistas, también disfrutan de altos niveles de clima organizacional y altos niveles de satisfacción de clientes y grupos de interés que giran alrededor de la empresa³.

En el ámbito particular de esta investigación, se identifica que RIVAS MORA CONSTRUCCIONES SAS, la empresa objeto de estudio, es una organización que actualmente se encuentra en la etapa de iniciación, por lo que sus accionistas requieren identificar a través de proyecciones financieras, la capacidad de la empresa de generar valor y cumplir con sus expectativas de rentabilidad, lo cual determinaría la continuidad o liquidación de esta alternativa de inversión. Por ello se requiere una planeación financiera consistente, con el fin de optimizar la toma de decisiones y así garantizar a sus accionistas un rendimiento financiero a futuro que se verá traducido en la generación de valor a perpetuidad.

De no realizar una valoración hoy, se puede repercutir en el error de muchas empresas de tomar decisiones sin vislumbrar el alcance de las mismas, perdiendo en algunos casos potencialidad o ejecutando errores que llevan a perder valor.

De esta manera con el desarrollo de la presente investigación, se pretende determinar si la empresa generará valor en el periodo de tiempo comprendido entre los años 2012 - 2017 y establecer las estrategias para maximizarlo, dejando de evidencia una carta de navegación para que RIVAS MORA CONSTRUCCIONES SAS garantice a sus accionistas que será una empresa estable y rentable en el futuro, potencializando sus fortalezas y minimizando sus debilidades.

³ GARCÍA, Op. Cit., Disponible en:
http://www.camaramed.org.co:81/mcc/sites/default/files/doc_digital/anexos/2011/Jun/GERENCIA%20DEL%20VALOR.pdf

1.3.2. Formulación del Problema

¿RIVAS MORA CONSTRUCCIONES SAS utilizando las herramientas y técnicas más acertadas para determinar el valor de la Cía., podrá generar valor agregado a sus accionistas en el periodo de tiempo comprendido entre los años 2012 – 2017?

1.3.3. Sistematización

- ¿Cuáles son las condiciones internas y de mercado en las que se encuentra actualmente la empresa Rivas Mora Construcciones SAS?
- ¿Cómo se proyecta Rivas Mora Construcciones SAS en un periodo de tiempo de 5 años de acuerdo a las expectativas de la empresa y del mercado?
- ¿Cuál será el Valor Actual de Mercado (MVA) de la empresa RIVAS MORA CONSTRUCCIONES luego de 5 años de actividad?
- ¿Cuáles son las estrategias que permitan maximizar el valor de la empresa RIVAS MORA CONSTRUCCIONES SAS?

1.4. OBJETIVOS DE INVESTIGACIÓN

1.4.1. Objetivo General

Conocer mediante la aplicación del método de Valoración de Flujo de Caja Descontado, la capacidad de Rivas Mora Construcciones SAS de generar valor para sus accionistas en un horizonte de tiempo de 5 años.

1.4.2. Objetivos Específicos

- Realizar un diagnóstico situacional de la empresa Rivas Mora Construcciones SAS de acuerdo a la información interna de la empresa e información del contexto en el que se desenvuelve.
- Proyectar flujos de caja futuros en base a las políticas preestablecidas por la empresa RIVAS MORA CONSTRUCCIONES SAS y las proyecciones y condiciones de su contexto para un horizonte de tiempo de 5 años.

- Calcular el valor actual de mercado (MVA) de la empresa RIVAS MORA CONSTRUCCIONES SAS después de 5 años de actividad.
- Establecer 5 estrategias que permitan maximizar el valor de la empresa RIVAS MORA CONSTRUCCIONES SAS.

1.5. JUSTIFICACIÓN

1.5.1. Justificación Práctica

La investigación atenderá la necesidad de proyectar financieramente la empresa RIVAS MORA CONSTRUCCIONES SAS y con ello poder determinar si la misma genera o no valor a sus accionistas en un horizonte de tiempo de 5 años.

De esta manera la investigación una vez realizada contribuirá con una “carta de navegación” para la empresa y el establecer objetivos financieros claros para lograr maximizar a 5 años el valor que genere la empresa, proponiendo estrategias y políticas en las diferentes áreas que permitan optimizar los resultados.

Adicionalmente este proyecto demostrará la importancia de realizar una planeación financiera cuya finalidad será vislumbrar la viabilidad que tienen las decisiones, políticas y estrategias que se adopten hoy para la empresa, en función de la capacidad de la misma de generar valor a sus socios y accionistas.

Finalmente la investigación propuesta busca mediante la aplicación de la teoría y los conocimientos financieros aprendidos a lo largo de la Especialización en Finanzas, principalmente en el módulo de Valoración de empresa, dar a conocer las herramientas existentes para identificar puntos críticos de valoración y la metodología para aplicar dichas herramientas en empresas que no cotizan en bolsa, así esta investigación se encuentra enmarcada dentro de la línea de investigación “Gestión Financiera Corporativas” y la sublínea de “Valoración de Empresa” dando cumplimiento a los lineamientos establecidos por la Universidad de Nariño para la presentación de este trabajo.

1.5.2. Justificación Metodológica

La investigación requerirá principalmente la aplicación de uno de los métodos de valoración de empresa de mayor grado de reconocimiento y aplicación: “flujos de efectivo descontados”, cuya metodología ha sido objeto de críticas y por lo cual requerirá un grado de rigor formal en el uso de dicho método, haciendo un análisis

pormenorizado de los factores de riesgo e incertidumbre en contraposición a la discrecionalidad o a la subjetividad no argumentada del analista.

Como se verá más adelante en el marco teórico, el modelo de flujo de caja descontados además de ser el método de mayor aceptación, es el modelo de mayor aplicabilidad en esta investigación, por cuanto la empresa objeto de estudio es una organización que requiere una valoración en fusión de la rentabilidad futura y no en cifras contables, adicionalmente, es una empresa clasificada como PYME dentro del Departamento de Nariño que no cotiza en bolsa por lo cual no puede ser valorada a valores de mercado, siendo el método de flujos de caja descontados, dentro de los métodos de valoración de empresa reconocidos por Ignacio Veles Pareja (2002), el más adecuado para el desarrollo del objetivo propuesto por esta investigación.

Adicional a ello se aplicarán herramientas para calcular y proyectar información básica de la empresa que servirán de apoyo para alcanzar el propósito planteado en este proyecto, aplicando diferentes métodos financieros que requerirán de información de actualidad y del contexto de la empresa con el fin de disminuir al máximo la subjetividad del mismo.

1.6. MARCO DE REFERENCIA

1.6.1. Marco Contextual

La investigación centrará su atención en la empresa RIVAS MORA CONSTRUCCIONES S.A.S; empresa Nariñense dedicada a la construcción de edificaciones de uso residencial, que tuvo sus inicios en el último trimestre de 2011 con dos proyectos de construcción denominados: “Torre Bolívar I” Y “Torre Bolívar II”.

Estos proyectos están dados para un periodo de ejecución entre el año 2012 y 2013, sin embargo la empresa tiene un amplio horizonte de tiempo por cuanto sus inversionistas tienen una extensa experiencia en el sector de la construcción y existen otros proyectos que desean realizar en otras zonas de la ciudad de Pasto.

La empresa fue constituida por el Doctor Víctor Rivas Martínez, prestigioso empresario a nivel local y con un amplia proyección a nivel nacional y el Ingeniero Andrés Mora, quienes en sociedad invirtieron su capital en esta empresa con el fin de extender su cobertura en el sector a nivel local sacando el mayor provecho a su experiencia en la actividad de la construcción.

1.6.1.1. Actividad económica. La empresa Rivas Mora Construcciones SAS, se dedica principalmente a la construcción de vivienda para los estratos 3, 4 y 5 de la población carente de techo propio de la Ciudad de Pasto, atendiendo las demandas de vivienda y de obras de construcción con personal calificado y materiales certificados con el fin de producir ambientes agradables que generen bienestar y seguridad para sus habitantes.

1.6.1.2. Planeación estratégica. La planeación estratégica creada para Rivas Mora Construcciones se constituye de los siguientes componentes:

Misión

“Somos una empresa creada de la unión de personas con amplia trayectoria en el ámbito de la construcción, dedicada al desarrollo de proyectos inmobiliarios de inversión en finca raíz y obras civiles de infraestructura, que brinda calidad de vida y satisface las necesidades de nuestros clientes, colaboradores y accionistas, con pasión y excelencia.

Nos distinguimos por ser visionarios, innovadores y comprometidos con la calidad del producto y servicio; cimentados en principios éticos y morales, apoyados en nuestro talento humano eje fundamental para el desarrollo de los sueños de nuestros clientes”

Visión

“Ser una empresa con reconocimiento regional y nacional desarrollando proyectos inmobiliarios y de infraestructura que aporten al desarrollo de la sociedad, con un crecimiento anual en ventas superior a la inflación.

Identificaremos estrategias de negocio que garanticen el desarrollo de nuevos proyectos de vivienda e inversión, garantizando el incremento de participación en el mercado. Seremos reconocidos como una compañía seria y cumplida que alcanza los más altos estándares de calidad superando expectativas de los clientes.

Contaremos con una cultura organizacional sólida y unificada, centrada en el desarrollo personal y profesional de nuestros colaboradores, para soportar el crecimiento de la organización”.

Valores

- *Responsabilidad. Nos comprometemos con el cumplimiento de nuestro trabajo para responder de manera acorde a las expectativas de nuestros clientes y los objetivos trazados.*
- *Seriedad. Realizar negocios que permitan la satisfacción del cliente obteniendo prestigio a nivel empresarial y el crecimiento de la compañía.*
- *Amabilidad. Nos relacionamos con los demás siendo honestos, transparentes y respetuosos en el trato.*
- *Innovación. Queremos estar a la vanguardia en la implementación y desarrollo de nuestros procesos de diseño, construcción y exploración de necesidades del medio buscando el mejoramiento continuo para proyectarlo al mercado.*
- *Compromiso. Trabajamos día a día por satisfacer las necesidades de nuestros clientes, colaboradores y accionistas para cumplir en tiempo y calidad.*
- *Experiencia. Somos conocedores de los procesos requeridos para realizar bien nuestro trabajo, nos gustan los retos y nos esforzamos por dar lo mejor de nosotros para asegurar el éxito de la empresa.*
- *Trabajo de Equipo. Trabajamos por un objetivo compartido y nos apoyamos unos a otros para alcanzarlo juntos.*

Políticas de Calidad

Nos comprometemos a planificar, controlar y mejorar continuamente todos los procesos del Sistema de Gestión de la Calidad, con el fin de garantizar el cumplimiento de los compromisos pactados con clientes y proveedores, especialmente en calidad y tiempo de entrega, logrando un alto grado de satisfacción haciendo las cosas bien desde la primera vez.

Objetivos Estratégicos:

- Obtener la certificación de calidad y mantenerla.
- Lograr un crecimiento del 50% en ventas respecto al año inmediatamente anterior.
- Implementar tecnología en los procesos administrativos y técnicos.
- Crear nuestro sistema de control de costos, con una contabilidad que permita realmente tomar decisiones inmediatas y en tiempo real.

- Buscar, formular y ejecutar proyectos a nivel Regional, buscando proyección nacional.
- Contar con personal acorde al perfil, calificado y competente en su cargo y funciones.
- Implementar construcción industrializada.
- Garantizar crecimiento financiero.

1.6.1.3. Descripción del proceso de construcción. Rivas Mora Construcciones SAS maneja un proceso de construcción que de manera básica puede describirse de la siguiente manera:

Estudios De Viabilidad: consiste en la realización de todos los estudios pertinentes al lote donde se pretende iniciar un proyecto de vivienda tales como: estudio de disponibilidad de acueducto, de alcantarillado, energía, estudio de suelos entre otros con el fin de si el lote es apto para la construcción.

Compra del lote: se procede con la negociación y posterior compra del lote donde se pretende realizar el proyecto de construcción, realizando toda la documentación necesaria de escrituración.

Diseño del proyecto: consiste en el levantamiento de planos de acuerdo a lo que se pretenda realizar determinando las especificaciones del proyecto como área, distribución etc.

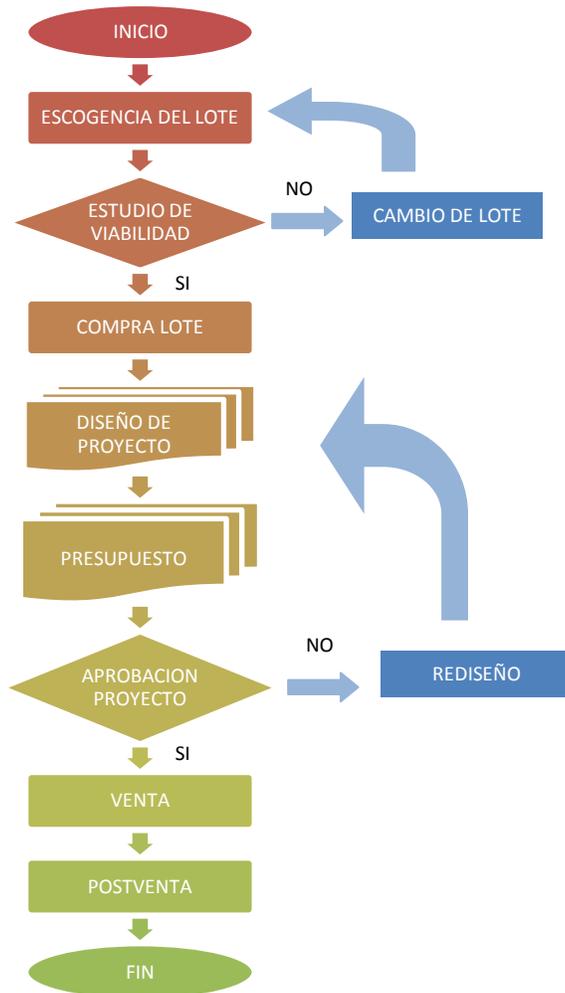
Presupuestos: de acuerdo al diseño proyecto, luego de su aprobación se procede a la realización de los presupuestos necesarios con el fin de determinar costos, precio de venta, punto de equilibrio etc.

Venta: determinado el precio de venta, se procede con el proceso de venta en planos, al tener vendido por lo menos el punto de equilibrio se procede a generar la venta del proyecto en construcción el cual por motivos de valorización, generalmente incrementa el precio de venta.

Posventa: consiste en la garantía que la constructora ofrece a sus clientes durante los 3 meses después de la entrega del bien raíz cubriendo problemas de infraestructura generadas en la construcción.

Este proceso se puede observar en la siguiente figura:

FIGURA 1. FLUJO GRAMA DE PROCESO DE CONSTRUCCIÓN



Fuente: este estudio

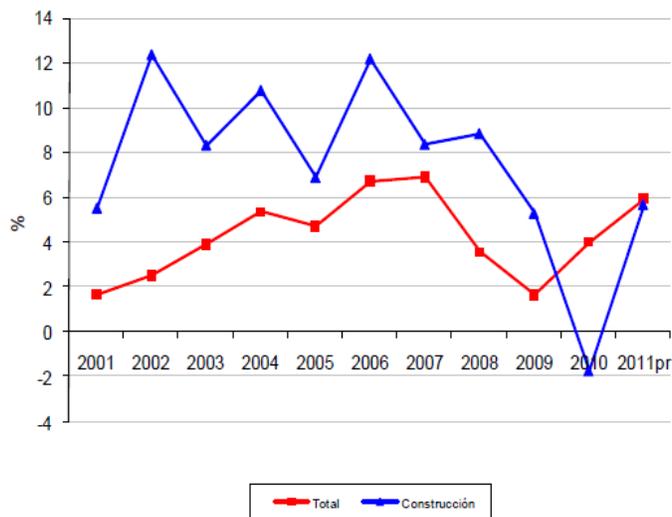
Esta identificación de la empresa y su actividad permitirá a este proyecto trazar un horizonte hacia el cual debe dirigirse todos los esfuerzos financieros y administrativos, con el fin de que Rivas Mora Construcciones SAS genere el valor que sus accionistas requieren.

1.6.2. Contexto General

Adicionalmente, para toda investigación es importante reconocer aspectos relevantes del contexto en el que se desenvuelve la empresa objeto de estudio, en especial para este proyecto, en el que se realizaran proyecciones financieras basadas en datos macro y microeconómicos, para lo cual es vital conocer datos históricos y proyecciones realizadas por expertos, de aspectos de alto impacto para el desarrollo de este estudio.

Así, es relevante reconocer inicialmente que Rivas Mora Construcciones S.A.S. es una empresa Nariñense que hace parte del sector de la construcción; sector que durante los años ha sido una de las actividades principales de mayor contribución en el PIB nacional y regional, y cuyo crecimiento pese a la volatilidad presentada en los últimos años, se proyecta al alza para los años posteriores. Tal como lo plantea el Centro de Estudios de la Construcción y el Desarrollo Urbano y Regional (CENAC) en su último boletín de abril de 2012, el comportamiento del sector de los últimos años ha presentado periodos de mayor crecimiento para el sector como son los años 2002 (12.3%) y 2006 (12.1%), sin embargo se registra una variación negativa de 1.7% en el 2010, recuperándose en el 2011, donde el PIB del sector creció en 5.7% (ver figura 2). De acuerdo las proyecciones macroeconómicas y sectoriales realizadas por Fedesarrollo, se revelan la expectativa de mayores tasas de crecimiento en los años 2013 y 2014, pero especialmente en este último año, donde se proyecta un crecimiento del 5.3% del PIB total, mientras que para el sector constructor el mayor crecimiento se proyecta para el 2013 con un 5.7%⁴.

FIGURA 2. CRECIMIENTO DEL PIB TOTAL Y SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN



*Nueva base año 2005, cambio en la metodología
 p: Datos provisionales
 pr: Datos preliminares
 Fuente: DANE. Cuentas Nacionales

Fuente: CENAC, Boletín Estadístico Contexto Sectorial. Bogotá D.C. Abril 2012. p5.

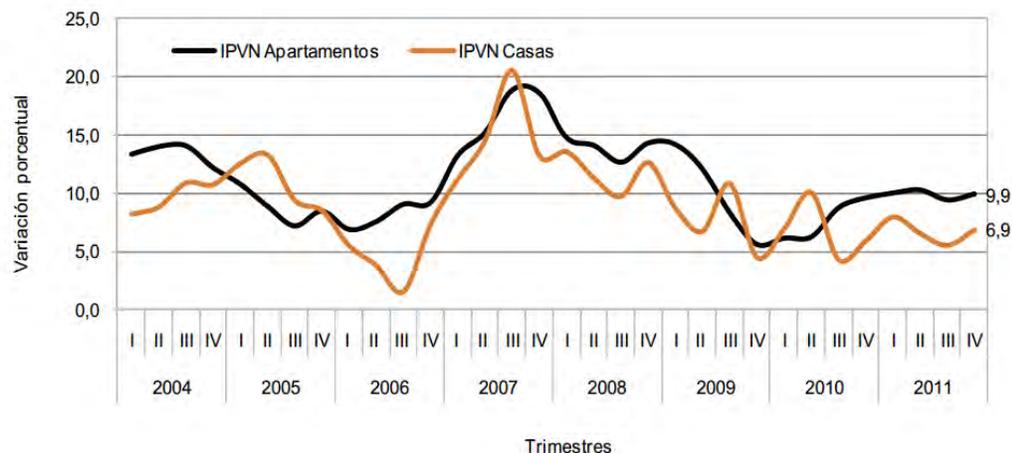
De acuerdo a las ultima estadísticas, Nariño presenta en el Municipio de Pasto, un déficit de vivienda en relación al número de hogares y número de viviendas la cual

⁴ CENAC, Boletín Estadístico Contexto Sectorial. Bogotá D.C. Abril 2012. P 1. Disponible en: <http://www.cenac.org.co/index.shtml?apc=d1-2--&x=20152630>

debería ser de 1 a 1 y se encuentra 1 a 0,86 para 2011⁵, lo cual junto con el nivel de crecimiento que se proyecta en el sector a nivel nacional y regional, implica una proyección positiva para constructoras como RIVAS MORA CONSTRUCCIONES S.A.S.

Otro de los aspectos que evidencia dicha proyección, es el presentado en el informe de CENAC en relación al índice de precios de vivienda nueva (IPVN) tiene un comportamiento tan volátil como el del PIB del sector construcción, debido a la relación directa que existe entre ambas variables. En el cuarto trimestre de 2011 el IPVN presentó una variación anual del 9.7 % con respecto al año 2010 (Ver figura 3)⁶.

FIGURA 3. ÍNDICE DE PRECIOS DE EDIFICACIONES NUEVAS



Fuente: DANE. Indicadores Económicos Alrededor de la Construcción. IV trimestre de 2011.

Adicionalmente para efectos de proyección de costos es importante conocer el comportamiento histórico del Índice de Precios al Productor (IPP) relacionado al sector de la construcción, el cual puede dar un horizonte sobre las expectativas en cuanto al costo de materiales e insumos para la construcción de proyectos de vivienda futuros.

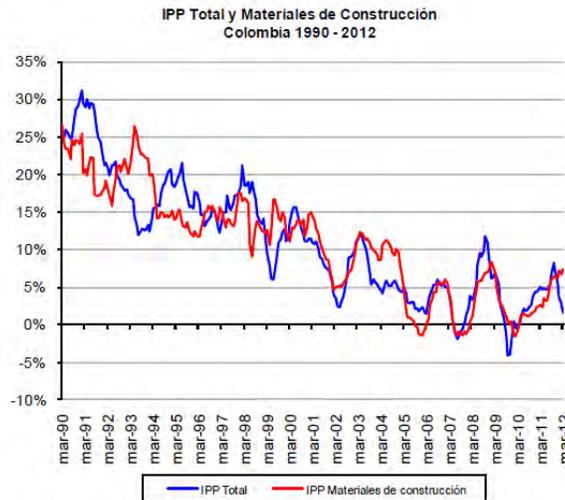
Así, de acuerdo al CENAC en el año 2009 y 2010 se registraron las menores tasas de crecimiento del índice de costos de construcción de vivienda, sin embargo a

⁵ CAMACOL, Regional Nariño. Estudio de Demanda de Vivienda año 2011. Disponible en: <http://www.camacolnarino.org/noticias/item/68-estudio-de-demanda-y-actividad-edificadora-del-municipio-de-pasto-a%C3%B1o-2011>

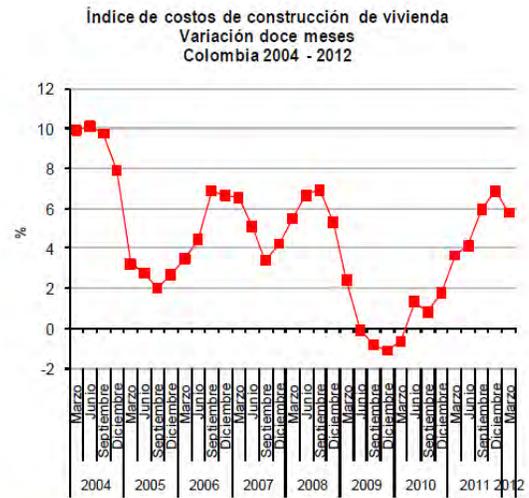
⁶ CENAC, Op. Cit. P 1.

partir de finales de 2010 y a diciembre de 2011 se observa un cambio de tendencia al alza, presentándose una disminución a marzo del 2012 (ver figura 4)⁷.

FIGURA 4. IPP Y COSTOS DE CONSTRUCCIÓN



Fuente: Banco de la República



Fuente: DANE. Índice de costos de construcción de vivienda

Fuente: CENAC, Boletín Estadístico Contexto Sectorial. Bogotá D.C. Abril 2012. p5.

Esto permite vislumbrar que los costos de construcción en Colombia mantendrán una constante en los próximos años, y probablemente esta será a la baja en especial por la expectativa que existe en el mercado, relacionada con la firma del TLC con Estados Unidos, pues se espera un mercado de materiales, equipos e insumos con calidad, variedad y menores precios⁸.

Esta información contextual será una base fundamental para la realización de proyecciones de ingresos y costos operacionales de RIVAS MORA CONSTRUCCIÓN SAS, lo cual permitirá dar mayor objetividad y certeza de la información proyectada, con lo cual se pretende hacer una valoración efectiva teniendo en cuenta datos históricos y expectativas en el sector tanto a nivel nacional como regional.

⁷ Ibíd. CENAC. P 7

⁸ Sector de la Construcción a la Expectativa del TLC. Disponible en: <http://www.enobra.com.co/news/149/63/S..>

1.6.3. Marco Legal:

La normatividad que rige a la empresa Rivas Mora Construcciones SAS es:

Decreto 410 de 1971: Código de Comercio Colombiano:

Por el cual el Presidente de la Republica en ejercicio de sus facultades expide el código de comercio Colombiano bajo el cual se regirán los comerciantes y asuntos comerciales. En este decreto se establecen las disposiciones para identificar las actividades como mercantiles entre las cuales se encuentra las de obras o construcciones, sus deberes y obligaciones y demás reglamentación para empresas que se clasifiquen dentro de esta actividad⁹.

Ley 1258 De 2008: Sociedad por Acciones Simplificada

Artículo 1º.- CONSTITUCIÓN. *La sociedad por acciones simplificada podrá constituirse por una o varias personas naturales o jurídicas, quienes sólo serán responsables hasta el monto de sus respectivos aportes.*

Salvo lo previsto en el artículo 42 de la presente ley, el o los accionistas no serán responsables por las obligaciones laborales, tributarias o de cualquier otra naturaleza en que incurra la sociedad.

Artículo 2º.- PERSONALIDAD JURÍDICA. *La sociedad por acciones simplificada, una vez inscrita en el Registro Mercantil, formará una persona jurídica distinta de sus accionistas.*

Artículo 3º.- NATURALEZA. *La sociedad por acciones simplificada es una sociedad de capitales cuya naturaleza será siempre comercial, independientemente de las actividades previstas en su objeto social. Para efectos tributarios, la sociedad por acciones simplificada se regirá por las reglas aplicables a las sociedades anónimas.*

Artículo 4º.- IMPOSIBILIDAD DE NEGOCIAR VALORES EN EL MERCADO PÚBLICO. *Las acciones y los demás valores que emita la sociedad por acciones simplificada no podrán inscribirse en el Registro Nacional de Valores y Emisores ni negociarse en bolsa¹⁰.*

⁹ Decreto 410 de 1971. Disponible en:

http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/codigo/codigo_comercio.html

¹⁰ Ley 1258 de 2008. Disponible en:

http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/ley/2008/ley_1258_2008.html

Ley 388 de 1997: Licencias y Sanciones Urbanísticas

Artículo 99. Licencias. *Para adelantar obras de construcción, ampliación, modificación y demolición de edificaciones, de urbanización y parcelación en terrenos urbanos, de expansión urbana y rurales, se requiere licencia expedida por los municipios, los distritos especiales, el Distrito Capital, el departamento especial de San Andrés y Providencia o los curadores urbanos, según sea del caso.*

Igualmente se requerirá licencia para el loteo o subdivisión de predios para urbanizaciones o parcelaciones en toda clase de suelo, así como para la ocupación del espacio público con cualquier clase de amueblamiento.

Dichas licencias se otorgarán con sujeción al Plan de Ordenamiento Territorial, planes parciales y a las normas urbanísticas que los desarrollan y complementan y de acuerdo con lo dispuesto en la Ley 99 de 1993 y en su reglamento, no se requerirá licencia o plan de manejo ambiental, cuando el plan haya sido expedido de conformidad con lo dispuesto en esta ley.

Las entidades competentes y los curadores urbanos, según sea del caso, tendrán un término de cuarenta y cinco (45) días hábiles para pronunciarse sobre las solicitudes de licencia, contados desde la fecha de la solicitud. Vencidos los plazos sin que las autoridades se hubieren pronunciado, las solicitudes de licencia se entenderán aprobadas en los términos solicitados, quedando obligados el curador y los funcionarios responsables a expedir oportunamente las constancias y certificaciones que se requieran para evidenciar la aprobación del proyecto presentado mediante la aplicación del silencio administrativo positivo. El plazo podrá prorrogarse hasta en la mitad del mismo, mediante resolución motivada, por una sola vez, cuando el tamaño o la complejidad del proyecto lo ameriten.

El urbanizador, el constructor, los arquitectos que firman los planos urbanísticos y arquitectónicos y los ingenieros que suscriban los planos técnicos y memorias son responsables de cualquier contravención y violación a las normas urbanísticas, sin perjuicio de la responsabilidad administrativa que se deriven para los funcionarios y curadores urbanos que expidan las licencias sin concordancia o en contravención o violación de las normas correspondientes.

El reglamento establecerá los documentos que deben acompañar las solicitudes de licencia y la vigencia de las licencias teniendo en cuenta el tipo de actuación y la clasificación del suelo donde se ubique el inmueble¹¹.

¹¹ Ley 388 DE 1997: Disponible en:
<http://www.alcaldiabogota.gov.co/sisjur/normas/Norma1.jsp?i=339>

Ley 400 De 1997: Construcciones Sismo Resistentes

Artículo 1º.- Objeto. La Ley establece criterios y requisitos mínimos para el diseño, construcción y supervisión técnica de edificaciones nuevas, así como de aquellas indispensables para la recuperación de la comunidad con posterioridad a la ocurrencia de un sismo, que puedan verse sometidas a fuerzas sísmicas y otras fuerzas impuestas por la naturaleza o el uso, con el fin de que sean capaces de resistirlas, incrementar su resistencia a los efectos que éstas producen, reducir a un mínimo el riesgo de la pérdida de vidas humanas, y defender en lo posible el patrimonio del Estado y de los ciudadanos.

Además, señala los requisitos de idoneidad para el ejercicio de las profesiones relacionadas con su objeto y define las responsabilidades de quienes las ejercen, así como los parámetros para la adición, modificación y remodelación del sistema estructural de edificaciones construidas antes de la vigencia de la presente Ley.

Artículo 2º.- Alcance. Las construcciones que se adelanten en el territorio de la República deberán sujetarse a las normas establecidas en la presente Ley en las disposiciones que reglamenten.

Corresponde a las oficinas o dependencias distritales o municipales encargadas de conceder las licencias de construcción, la exigencia y vigilancia de su cumplimiento. Estas se abstendrán de aprobar los proyectos o planos de construcciones que no cumplan con las normas señaladas en la esta Ley o sus reglamentos¹².

Resolución Número 02413 De 1979: Reglamento de Higiene y Seguridad para Industria de Construcción

Por el cual El Ministro de Trabajo y Seguridad Social en uso de las facultades la cual se dicta el Reglamento de Higiene y Seguridad para la Industria de la Construcción

Artículo 3º.- Toda obra en construcción estará amparada por los correspondientes estudios técnicos que garanticen su estabilidad.

Artículo 4º.- Todo patrono contratará los servicios de uno a más médicos o afiliará al Instituto de Seguros Sociales a todos los trabajadores a su servicio con el fin de garantizar adecuada atención en medicina preventiva, medicina del trabajo y medicina de recuperación.

¹² Ley 400 de 1997. Disponible en:
<http://www.alcaldiabogota.gov.co/sisjur/normas/Norma1.jsp?i=336>

En esta resolución además, se dictan las diferentes disposiciones en cuanto a obligaciones de los patronos y trabajadores en cuanto a un programa de salud ocupacional en cada una de las actividades relacionadas con la construcción de obras tales como excavaciones, demolición y remoción de escombros; recursos como andamios, escaleras; y herramientas obligatorias para este trabajo como guantes, cascos, herrajes entre otros¹³.

1.6.4. Marco Conceptual

Es importante dentro del desarrollo de esta investigación, se conozca algunas definiciones conceptuales a cerca de la terminología que se maneja en la valoración de empresa, la cual se sustentará en pensamientos y enunciaciones de diferentes tratadistas:

- **Activo Operativo Neto (AON):** corresponde a la inversión en activos fijos y capital de trabajo neto.
- **Capital de Trabajo Neto Operativo (KTNO):** resulta de restar de los activos corrientes, los pasivos corrientes, esto supone determinar con cuantos recursos cuenta la empresa para operar si se pagan todos los pasivos del corto plazo.
- **Costo de la deuda:** lo que paga la firma a terceros por deudas a cargo de ella.
- **Costo de patrimonio:** es la expectativa de ganancia que tiene los accionistas sobre los fondos aportados por ellos. Es el costo de lo que debería pagar la firma a sus accionistas. En realidad es el costo de oportunidad de los accionistas.
- **Costo de oportunidad:** es lo máximo que se podría obtener si los recursos se invirtieran en aquella alternativa escogida como patrón de comparación y que es diferente de las evaluadas. Este es la máxima rentabilidad a la máxima tasa de interés que puede ser obtenida por el inversionista dentro del mercado en donde se encuentra.
- **Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPC):** en ingles Weighted Average Cost of Capital (WACC), este es el costo promedio de las fuentes de financiación que un proyecto o empresa utiliza. Es un porcentaje que resume en un número, el costo de las diferentes fuentes de recursos que utiliza una

¹³ RESOLUCIÓN NUMERO 02413 de 1979. Disponible en:
http://ley100.com/portal/attachments/082_Res_2413_1979.pdf

empresa o proyecto para financiar su operación. Para reconocer que fuentes son más representativas que otras, que financian en mayor medida la operación, se trata de un promedio ponderado. El WACC es el resultado de promediar cada una de las fuentes de financiación con costo identificable, recursos del patrimonio (aportes de socios, retención de utilidades, capitalización) y recursos externos (obligaciones financieras), ponderado su costo para darle mayor peso a aquellas fuentes que son más representativas.

- **Estructura de capital:** financiamiento permanente a largo plazo de la empresa representada por deuda financiera capital preferente y capital contable.
- **Flujo de caja:** es un ordenamiento de entradas y salidas de efectivo que permite observar la dinámica de ingresos y egresos en un periodo determinado y por tanto sirve para determinar faltantes de efectivo que deben financiarse o excedente que pueden repartirse o invertir.
- **Indicador financiero:** es la relación entre dos cuentas del mismo estado financiero o de dos estados financieros diferentes, que mediante su análisis se permite detectar puntos fuertes y débiles en la situación financiera de una compañía, fijando la atención en los detalles que parecen presentar anomalías.
- **Indicador de productividad:** es la relación entre las ventas logradas en un periodo y la inversión requerida para lograrlas. Lo que quiere decir que por cada peso que la empresa ha invertido se logra generar ventas por un valor dado según esta relación.
- **Inductores de Valor:** variables asociadas con la operación de la empresa que más inciden o afectan su valor. Por su relación causa – efecto con el valor permiten explicar el porqué de su aumento o disminución como consecuencia de las decisiones tomadas.
- **Margen de utilidad:** este indicador mide la capacidad de la empresa para convertir ventas en utilidades. Establece la efectividad de la administración de la empresa para aumentar el ingreso y controlar costos y gastos.
- **Rentabilidad:** es la relación entre la utilidad obtenida en un periodo y la inversión que sirvió para generarla. Como este indicador se da en porcentaje, indica entonces que por cada 100 pesos invertido la empresa logra una rentabilidad dada por esta relación o dicho de otra forma, indica cuantos pesos de utilidad genera una empresa por cada cien pesos invertidos.

- **Riesgo:** es el grado en el que un proyecto, es susceptible de no lograr su objetivo.
- **Valoración de empresa:** La valoración es un proceso por el cual tratamos de asignar valor a las cosas, esto es, tratamos de determinar el grado de utilidad que reportará a sus usuarios o propietarios. Por tanto, la valoración de una empresa es el proceso para determinar su valor para los usuarios o propietarios (accionistas). La valoración de empresas no es un proceso para determinar el precio de éstas, ni tampoco su costo.
- **Valor de mercado agregado (MVA):** es igual a la diferencia entre el valor de la empresa y el valor de los activos netos de operación o capital empleado en el momento de la valoración es lo que se conoce como “primer negocio”.
- **Valor económico agregado (EVA):** es una medida del valor que agrega un proyecto a la firma o el valor que genera la firma en un periodo teniendo en cuenta que esa generación de valor debe resultar después de que se ha recuperado lo correspondiente a la inversión y a la remuneración que debe recibir los que prestan el dinero (intereses) y los que aportan el capital (rendimiento de los accionistas). Se da cuando la rentabilidad del activo es superior al costo de capital.
- **Valor presente:** es aquella cantidad que se debe invertir hoy para asegurara esa misma suma de dinero en el futuro.
- **Valor Presente Neto (VPN):** mide el remanente en pesos de hoy después de descontar la inversión y el interés que debe devolver el proyecto al inversionista.

1.6.5. Marco Teórico

La creciente competencia en los negocios, exige un proceso de toma de decisiones cada vez más complejo y estructurado; hoy en día el empirismo es una técnica que no resulta a satisfacción, pues el inversionista solo le apuesta a negocios con un máximo de resultados, para lo cual los estudiosos del área financiera han desarrollado el concepto de valoración de empresa, como un proceso administrativo convencional cuyo fin es conocer hoy el impacto que la toma de decisiones tendrá en el futuro.

Sin embargo el tema de valoración no es algo que se centre únicamente en las finanzas corporativas puesto que según Damoradan, una valoración de empresa

se puede utilizar para diferentes fines, tales como finanzas corporativas, fusiones y adquisiciones y manejo de portafolios de inversión¹⁴.

De esta manera el alcance de la valoración de empresa abarca diferentes problemáticas convirtiéndose en una herramienta vital para la toma de decisiones de gerentes, socios y accionistas en considerar por ejemplo, en cuales proyectos se invierte, como los financia o cual puede ser el valor justo en una oferta de adquisición, convirtiéndose la valoración de empresa en una herramienta para la medición de gestión y eficiencia administrativa.

Pese a lo anterior, el proyecto centrara su atención en la valoración de empresa como apoyo para las finanzas corporativas de una empresa regional, por cuanto su aplicabilidad es más convencional como ejemplo para empresas homogéneas.

Como finanzas corporativas la teoría financiera planeta que el objetivo del negocio es maximizar el valor del patrimonio de los accionistas, de manera que las decisiones financieras, las estrategias de la compañía y el valor de la empresa son temas interconectados.¹⁵

Interpretando las diferentes premisas de autores distinguidos frente a la valoración de empresa, se puede decir que este concepto hace hincapié en medir a precios de hoy un proyecto o negocio y según ese resultado decidir dar continuidad a dichas iniciativas; esta decisión se basara en el paralelo de la rentabilidad generada por la empresa y su costo del capital, la empresa generará valor a partir del momento en que la empresa sea capaz de generar una rentabilidad superior al costo de capital y entre mayor sea la diferencia se maximizará aun más el valor de la empresa, no solo en términos numéricos sino además que la empresa prospectara un crecimiento y desarrollo sostenible, de esta manera el valor depende de las expectativas de generación de recursos futuros.

El proceso de valoración de empresa tiene diferentes métodos para su cálculo, los cuales se pueden clasificar en dos grandes categorías, los contables y los asociados a la rentabilidad. Todos los métodos tiene sus ventajas y limitaciones, estas últimas asociadas a la incertidumbre involucrada en tratar de proyectar el futuro¹⁶.

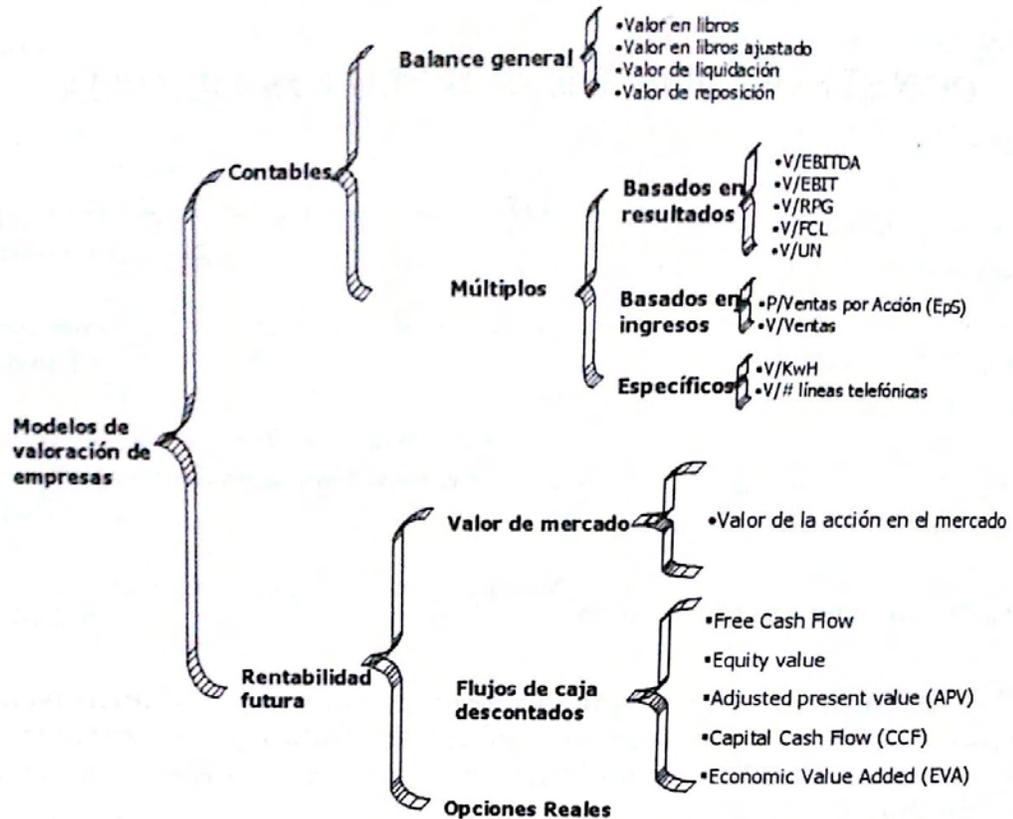
Los métodos de valoración se pueden resumir en la siguiente figura:

¹⁴ RICO, Luis Fernando. Cuánto Vale mi Empresa. Segunda edición. Mayol Ediciones S.A. Colombia. Agosto 2006. p 3.

¹⁵ Ibíd. P 3.

¹⁶ VELES, Pareja Ignacio. Decisiones de Inversión, Para la Valoración Financiera de Proyectos y Empresas. Quinta edición. Editorial Pontificia Universidad Javeriana. Bogotá D.C. 2006. p 7

FIGURA 5. MODELOS DE VALORACIÓN DE EMPRESA



Fuente: VELES, Pareja Ignacio. Decisiones de Inversión, Para la Valoración Financiera de Proyectos y Empresas. Quinta edición. Editorial Pontificia Universidad Javeriana. Bogotá D.C. 2006. p 7.

De acuerdo a lo expuesto por el autor Vélez Pareja, se puede inferir que la gran diferencia entre los métodos contables y los de rentabilidad futura, es que los contables, no consideran la capacidad de los activos de generar riqueza, mientras que los de rentabilidad, consideran la capacidad de las empresas de generar riqueza futura.

Los métodos de valor contable, buscan determinar el valor de la firma a través de las cuentas de balance. Es decir se trata de hacer un análisis de valor basándose en los resultados históricos de la compañía, a partir de la suposición de que esta vale según lo que tiene actualmente y no según su potencial¹⁷.

¹⁷ CAYON, Fallón Edgar y SARMINETO, Sabogal Julio. Modelos de Valoración de Empresas, Aspectos Introdutorios. Pontificia Universidad Javeriana. Bogotá D.C. junio 2005. P 9.

De ahí que los métodos contables son los más cuestionados por cuanto su aplicación es sencilla, pero su grado de análisis no permite conocer realmente la capacidad de la empresa de generar valor, puesto que su fundamento esta en información registrada en libros. Sin embargo existen los métodos asociados a la rentabilidad futura los cuales fundamentado en proyecciones, pretende determinar si una empresa es capaz de generar riqueza.

Los métodos de rentabilidad futura buscan establecer el valor de la firma de acuerdo con lo que se supone serán resultados en el futuro. Su aplicación supone en muchos casos hacer proyecciones que la gran mayoría de veces no resultan ciertas, pero responden a la lógica que lo que realmente interesa no es lo que ya paso, sino los posibles resultados futuros¹⁸.

Otro estudioso de los métodos de valoración de empresa es Pablo Fernández Profesor de finanzas de la IESE Business School de la Universidad de Navarra – Madrid, España, quien plantea una clasificación similar de los métodos de valoración de empresa expuestos por Vélez Pareja, clasificando los métodos en 6 grandes grupos¹⁹:

CUADRO 1. PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN

BALANCE	CUENTA DE RESULTADOS	MIXTOS (GOODWILL)	DESCUENTO DE FLUJOS	CREACIÓN DE VALOR	OPCIONES
Valor contable	Múltiplos de:	Clásico	Free cash flow	EVA	Black y Scholes
Valor contable ajustado	Beneficio: PER	Unión de expertos	Cash flow acciones	Beneficio económico	Opción de invertir
Valor de liquidación	Ventas	contables europeos	Dividendos	Cash value added	Ampliar el proyecto
Valor sustancial	EBITDA	Renta abreviada	Capital Cash flow	CFROI	Aplazar la inversión
Activo neto real	Otros múltiplos	Otros	APV		Usos alternativos

Fuente: FERNÁNDEZ, Pablo. Métodos de Valoración de Empresa. Documento de Investigación. IESE Business School. Universidad de Navarra. Barcelona, España Noviembre 2008.

Fernández describe los primeros cuatro grupos de métodos así²⁰:

Métodos basados en el balance (valor patrimonial):

Estos métodos tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación del valor de su patrimonio. Se trata de métodos tradicionalmente utilizados que consideran que el valor de una empresa radica fundamentalmente en su balance o en sus activos. Proporcionan el valor desde una perspectiva

¹⁸ *Ibíd.*, p 10.

¹⁹ FERNÁNDEZ, Pablo. Métodos de Valoración de Empresa. Documento de Investigación. IESE Business School. Universidad de Navarra. Barcelona, España Noviembre 2008. Pg 1. Disponible en: <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0771.pdf>

²⁰ *Ibíd.*, pg. 3 - 11

estática que, por tanto, no tiene en cuenta la posible evolución futura de la empresa, el valor temporal del dinero, ni otros factores que también le afectan como pueden ser: la situación del sector, problemas de recursos humanos, de organización, contratos, etc., que no se ven reflejados en los estados contables.

Entre estos métodos podemos mencionar los siguientes: valor contable, valor contable ajustado, valor de liquidación y valor sustancial. Sólo el valor de liquidación tiene lógica porque responde a la siguiente pregunta: ¿cuánto dinero se obtendría por las acciones si se liquidara la empresa?

Métodos basados en la cuenta de resultados

A diferencia de los anteriores, estos métodos se basan en la cuenta de resultados de la empresa. Tratan de determinar el valor de la empresa a través de la magnitud de los beneficios, de las ventas o de otro indicador. En esta categoría se incluyen los métodos basados en el PER: según este método el precio de la acción es un múltiplo del beneficio.

Métodos mixtos, basados en el fondo de comercio o goodwill

El fondo de comercio es, en general, el valor que tiene la empresa por encima de su valor contable o por encima del valor contable ajustado. El fondo de comercio pretende representar el valor de los elementos inmateriales de la empresa, que muchas veces no aparece reflejado en el balance pero, que sin embargo, aporta una ventaja respecto a otras empresas del sector (calidad de la cartera de clientes, liderazgo sectorial, marcas, alianzas estratégicas, etc.) y es, por tanto, un valor a añadir al activo neto si se quiere efectuar una valoración correcta. El problema surge al tratar de determinar su valor, ya que no existe unanimidad metodológica para su cálculo. Algunas formas de valoración del fondo de comercio dan lugar a los diversos procedimientos de valoración.

Estos métodos parten de un punto de vista mixto, por un lado, realizan una valoración estática de los activos de la empresa y, por otro, añaden cierta dinamicidad a dicha valoración porque tratan de cuantificar el valor que generará la empresa en el futuro. A grandes rasgos se trata de métodos cuyo objetivo es la determinación del valor de la empresa a través de la estimación del valor conjunto de su patrimonio más una plusvalía resultante del valor de sus beneficios futuros: comienzan con la valoración de los activos de la empresa y luego le suman una cantidad relacionada con los beneficios futuros.

Métodos basados en el descuento de flujos de fondos (Cash Flows)

Tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero (cash flows) que generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa de descuento apropiada según el riesgo de dichos flujos.

Los métodos mixtos descritos han sido muy utilizados en el pasado. Sin embargo, cada vez se emplean menos y se puede decir que en la actualidad, en general, se recurre a la utilización del método del descuento de los flujos de fondos porque constituye el único método de valoración conceptualmente correcto. En estos métodos se considera a la empresa como un ente generador de flujos de fondos, y para obtener el valor de la empresa se calcula el valor actual de dichos flujos utilizando una tasa de descuento apropiada. El valor de las acciones de una empresa, suponiendo su continuidad, proviene de la capacidad de la misma para generar dinero (flujos) para los propietarios de las acciones. Por consiguiente, el método más apropiado para valorar una empresa es descontar los flujos de fondos futuros esperados.

Los métodos de descuento de flujos se basan en el pronóstico detallado y cuidadoso, para cada periodo, de cada una de las partidas financieras vinculadas a la generación de los cash flows correspondientes a las operaciones de la empresa, como por ejemplo, el cobro de ventas, los pagos de mano de obra, de materias primas, administrativos, de ventas, etc., y la devolución de créditos, entre otros. Por consiguiente, el enfoque conceptual es similar al del presupuesto de tesorería.

En la valoración basada en el descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el tipo de descuento mínimo lo marcan los interesados, (compradores o vendedores no dispuestos a invertir o a vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.).

Teniendo en cuenta lo expuesto por Pablo Fernández, el flujo de caja descontado es un modelo de valoración de empresa cuyo objetivo general es calcular el valor de la firma a partir del descuento de los rendimientos futuros de la compañía. Este método consiste en generar inicialmente una aproximación al los Flujos de Caja Libre (FCL), este concepto hace referencia al flujo de efectivo disponible generado por la empresa, para cubrir el servicio de la deuda, repartición de utilidades y reinversión en activos fijos. El flujo de caja libre es realmente el atractivo de la empresa puesto que implica que a partir de este se puede determinar el potencial crecimiento y por ende la capacidad de generación de riqueza de la empresa.

Existen dos consideraciones importantes a tener en cuenta respecto del concepto del FCL, por un lado esta Fernández y Benninga quienes sostienen que el FCL es “el flujo de fondos generado por las operaciones después de impuestos” con lo que se supone que todos los recursos generados por la empresa se entregarán en algún momento a los accionistas. De la misma manera Copeland define el FCL como “el flujo que es generado por la operación de la compañía y que está disponible para todos los proveedores de capital, tanto de deuda como de patrimonio” lo cual supone que no todos los fondos de la Cía., constituyen FCL sino que únicamente aquello que van a retribuir a los aportadores de recursos²¹.

Así se puede establecer que la diferencia entre estas dos perspectivas es que Fernández, Benninga y Copeland es que los primeros consideran que los FCL se sumaran al patrimonio y por tanto pertenecerán al accionista, mientras que Copeland asume que el accionista no recibirá más que lo que se determine como repartición de dividendos.

Sin embargo independiente de la decisión que se pueda tomar sobre el destino del FCL, es importante resaltar que el flujo de caja dentro de la organización es otro macro inductor de valor de la empresa, puesto que el valor de una empresa se define como el valor presente de sus futuros flujos de caja libre, donde cualquier decisión que los afecte tendrá necesariamente un impacto sobre dicho valor²², por tal motivo es que los FCL tiene gran importancia dentro del proceso de toma de decisiones que muchas pequeñas y medianas empresas sobre todo a nivel local aun no han considerado en su planeación estratégica.

Según Oscar León García, la importancia del flujo de caja libre se basa en el hecho de que las decisiones relacionadas con el crecimiento, el servicio de la deuda y la repartición de utilidades, entre otras se toman bajo la premisa de que hay caja para soportarlas²³, de ahí que la valoración de empresa es una herramienta que no puede partir del valor contable puesto que como es sabido, el objetivo de las finanzas es maximizar la riqueza de los accionistas²⁴, y es hacia donde apunta la valoración de empresa, conocer la capacidad de la empresa de generar riqueza a futuro, dicha riqueza representada en flujos de caja libre para el accionista.

La estructura tradicional del flujo de caja es el siguiente:

²¹ *Ibíd.* P 34, 35.

²² GARCÍA, Serna. Oscar León. Valoración de empresas, gerencia el valor y EVA. Prensa Moderna Impresores S.A. Cali 2003. P 93

²³ *Ibíd.* P 93.

²⁴ DUMRAUF, Guillermo. Finanzas Corporativas. Un enfoque Latinoamericano. Segunda edición. Alfaomega. Buenos Aires 2010. P 2, 3.

= UTILIDAD OPERATIVA
- Intereses
= UAI
- Impuestos
= UTILIDAD NETA

+ Depreciaciones y Amortizaciones
+ Intereses
= FLUJO DE CAJA BRUTO
- Incremento de KTNO
- Reposición de activos fijos
= FCL

Sin embargo, para la aplicabilidad del método de valoración de empresas, el flujo de caja libre proyectado presente la siguiente estructura:

= UTILIDAD OPERATIVA
- Impuestos aplicados
= UODI
+ Depreciaciones y Amortizaciones
= FLUJO DE CAJA BRUTO
- Incremento de KTNO
- Inversión (total) en activos fijos
= FCL

La diferencia entre estas dos estructuras del flujo de caja libre radica según Oscar León García, en que el FCL castiga la utilidad operativa de la empresa con todos los impuestos. Es decir hace caso omiso de la deuda con lo que se estaría renunciando al eventual ahorro de impuesto que generaría cualquier pago de intereses. Adicionalmente considera todas las inversiones en activos fijos, tanto las estratégicas como las no estratégicas²⁵.

De acuerdo al autor, estas consideraciones son importantes tenerlas en cuenta puesto que inicialmente la empresa a perpetuidad, para ser un atractivo para el accionista, debe cubrir no solo costos y gastos sino las inversiones a realizar y adicional generar un remanente para el accionistas después del pago del servicio a la deuda, si se toma esta ultima como alternativa de financiación. Pero el aspecto más relevante es considerar la omisión de la deuda y por tanto el ahorro de impuestos, puesto que la disminución del FCL libre por la renuncia del beneficio tributario de la deuda, es neutralizada por la disminución del costo de capital, esto

²⁵ GARCÍA, Op. Cit., p 121.

podría evitar una sobreestimación del valor de la empresa, dado que se utilizaría el costo de capital como tasa de descuento de dichos FCL, ya está afectada por el beneficio tributario, realizándose una valoración de empresa objetiva sobre un negocio en marcha que independiente de si tiene o no deuda es capaz de generar valor a perpetuidad.

Teniendo primeramente claro el concepto del FCL y las diferentes apreciaciones sobre su aplicación, se debe tener en cuenta que la metodología para el cálculo del valor de la empresa a partir del Flujo de Caja Descontado presupone hallar el valor presente neto de los flujos de caja a partir del WACC (costo promedio ponderado de capital) este modelo puede resumirse en la siguiente fórmula²⁶.

$$VPN = \sum_{j=1}^n \frac{FCL_j}{(1 + TD_j)}$$

Esta metodología propone calcular el valor presente neto de los flujos de caja proyectados a una tasa de descuento (TD), dicha tasa es clave para un adecuado cálculo y valoración de empresa por cuanto corresponde al costo que le genera a la empresa el capital invertido en ella, siendo lo mínimo que la empresa debe rentar en su actividad para no generar perdida.

El costo promedio ponderado de capital, es el costo promedio de los recursos usados por la firma, los cuales provienen tanto de los fondos aportados por los inversionistas como de la deuda adquirida, la formula general del WACC es²⁷:

$$WACC_1 = D\%_{(n-1)} Kd (1 - T) + E\%_{(n-1)} Ke$$

Dentro de las consideraciones importantes que realizan autores en relación al WACC, es que el costo de capital depende del uso de los fondos más no de su origen²⁸, puesto que el costo de capital de una inversión depende del riesgo de esta. El costo promedio de capital integra el costo de la deuda (Kd) y costo de

²⁶ ²⁶ CAYON, Fallón Edgar y SARMINETO, Sabogal Julio. Modelos de Valoración de Empresas, Aspectos Introdutorios. Pontificia Universidad Javeriana. Bogotá D.C. junio 2005. P 9.

²⁷ ²⁷ Ibíd. P 20

²⁸ ²⁸ ROSS, Stephen. WESTERFIELD, Randolph y JORDA, Bradford. Fundamentos de Finanzas Corporativas. Mc Graw Hill. México D.F. 2010. P 438.

capital accionario (K_e), generalmente, este último resulta más arriesgado y por ende más costoso, por cuanto dentro de la estructura de un flujo de caja, es prioridad para la empresa cubrir el servicio a la deuda y el excedente será usado para la repartición de utilidades o reinversión, sin embargo si dichos flujos de caja no alcanzan para cubrir el servicio de la deuda, los inversionistas no solo pierden la oportunidad de obtener rendimientos sino además arriesgan su propio capital, por cuanto los proveedores de capital a través de deuda, están respaldados por un marco legal que puede afectar al accionista.

El “Método de Flujos de Caja Descatados” anteriormente descrito, es el método más utilizado en la valoración de empresas, sin embargo Oscar León García considera otros métodos de menor popularidad, entre ellos el “Método de Valoración EVA” consistente en descontar también al costo de capital los EVA futuro de la empresa, al valor presente obtenido, que es el Valor Agregado de Mercado (MVA, Market Value Added) se le suma el valor de los activos netos de operación al momento de la valoración²⁹.

De acuerdo a lo expuesto por García, este método al igual que el de FCL Descatado, arrojaran el mismo resultado de valoración de empresa, por cuanto a través del Método de Flujo de Caja Descatados, se da como resultado un valor de empresa que descontando los activos netos de operación o capital empleado, se obtiene una “prima del negocio”, esta prima es el mismo Valor Agregado de Mercado más conocido como MVA que represente el valor presente de los EVA futuro en el Método de Valoración EVA.

De esta manera y teniendo en cuenta las consideraciones expuestas por los autores anteriormente relacionados, este proyecto centrará su atención en el método de mayor aceptación, aplicabilidad y fundamentación teórico – práctica, en el área de la valoración de empresa: “Flujos de Caja Descatados”, el cual se estudiará a fondo con la aplicación del mismo a la empresa objeto de estudio de este proyecto, por cuanto el objetivo general de la presente investigación, es determinar la capacidad de generación de riqueza de la empresa a futuro, teniendo en cuenta su condición de ser una Pyme que no cotiza en bolsa. Además con este proyecto, se pretende plantear unas proyecciones financieras que permitan identificar los puntos críticos de análisis en la generación de valor, lo cual puede lograrse a través de dicho método, siendo este proyecto una herramienta de control y seguimiento a las expectativas que hoy se plantean los accionistas sobre el futuro de su inversión.

Sin embargo pese a que se define el método a utilizar para el logro de los objetivos propuestos por esta investigación, se realizará una aproximación hacia el método de valoración EVA con el fin de evidenciar lo expuesto por el autor Oscar León García y considerar su aplicabilidad.

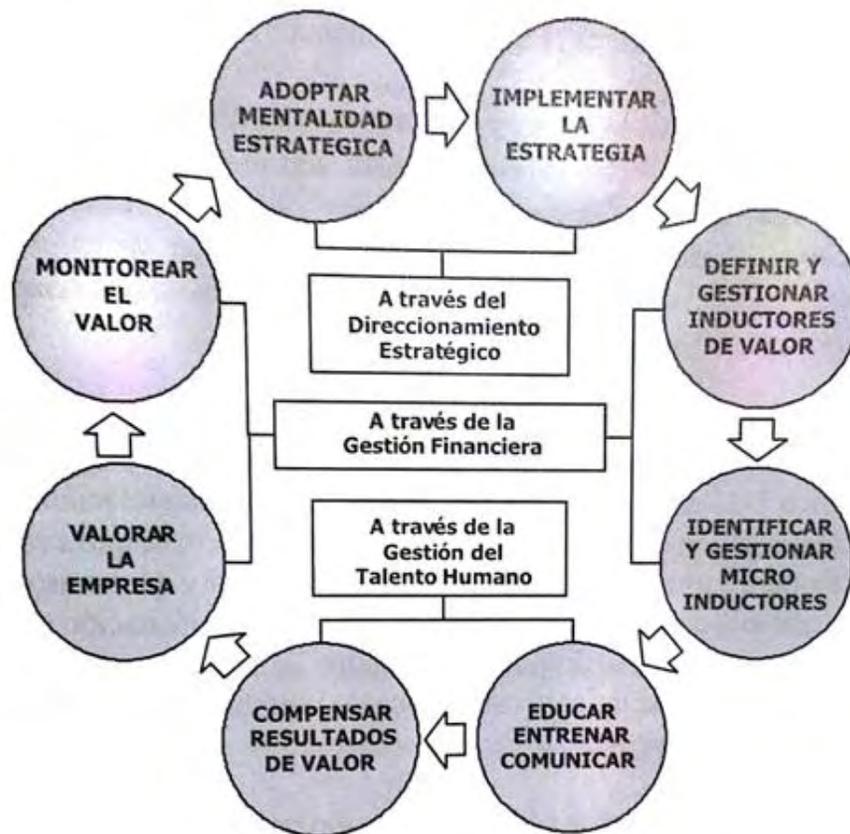
²⁹ GARCÍA, Op. Cit., p 373

Finalmente es importante resaltar que estas técnicas financieras para el cálculo del valor de una empresa no son una herramienta que únicamente sirva para establecer un valor numérico, sino que además tiene un alcance mucho mayor puesto que permite determinar puntos claves por mejorar o fortalecer y esto es lo que se denomina creación de valor.

Dicha creación de valor como lo manifiesta un especialista en el tema, el Máster Oscar León García Serna, se promueve de tres maneras³⁰:

- A través del direccionamiento estratégico
- A través de la gestión financiera
- A través de la gestión de talento humano

FIGURA 6. SISTEMA DE CREACIÓN DE VALOR



Fuente: GARCÍA, Serna. Oscar León. Valoración de empresas, gerencia el valor y EVA. Prensa Moderna Impresores S.A. Cali 2003. P 93

³⁰ GARCÍA. Op. Cit., p 11.

Como se observa en la figura 6, cada una de estas estrategias integra diferentes procesos que debe llevar a cabo la empresa con el fin de que sus resultados sean los mejores en pro de maximizar el valor de la empresa a perpetuidad.

De ahí que la valoración de empresa es una herramienta que le permite realizar una asesoría integral a las empresas con el objeto de no solo conocer su valor económico a hoy sino además que permite tener una visión integral del futuro de la misma, que incentivara a las compañías a adoptar una nueva cultura al de “gerencia del valor”

Teniendo en cuenta estas apreciaciones sobre la importancia de la valoración de empresa, es claro que a partir de un método financiero como el del flujo de caja descontado, se puede tener un amplio alcance sobre diferentes áreas de la empresa lo cual exige una objetividad y bases argumentativas solidas que permitan hacer una proyección financiera consistente y lo más próxima a la realidad, lo cual permitirá tener una base fundamental para que las empresas puedan definir e implementar estrategias administrativas y financieras optimas para el logro del objetivo financiero básico de cualquier empresa, maximizar la riqueza de los accionistas.

1.7. METODOLOGÍA

1.7.1. Tipo De Estudio

De acuerdo a los objetivos a lograr, el estudio que se realizara es de tipo explicativo, el cual se ocupa del análisis de causas y consecuencia luego de la manipulación de variables³¹, esto se verá reflejada en las proyecciones financieras a realizarse bajo un esquema de expectativas de comportamiento en variables como ingresos, costos, gastos entre otras, con lo que se espera dar una base solida para el análisis y la resolución de la problemática planteada en la presente investigación, además que permitirá determinar las variables críticas de mayor impacto y de ahí proponer la optimización de resultados.

El tipo de estudio explicativo, para su desarrollo recurre a diseños cuantitativos y sigue un razonamiento hipotético deductivo³², es así como en esta investigación se recurrirá a métodos financieras que permitirán el cálculo de variables como Costos promedio ponderado de capital (WACC), capital de trabajo neto operativos, valor económico agregado (EVA), valor actual de mercado (MVA) entre otras,

³¹ SUAREZ, Pedro Alejandro, Metodología de la Investigación, Diseños y Técnicas. Bogotá: Orión Editores, 2001. p.118. Disponible en Internet: <http://es.scribd.com/doc/7294857/Metodologia-Investigacion-query=no+intenta+ni+tiene+la+pretensi%C3%B3n+de+explicar+>

³² Ibíd.

sobre las cuales se realizara el análisis deductivo de su impacto y sobre el cual se pretende dar alcance al objetivo propuesto por este proyecto.

1.7.2. Método de Investigación

El método de investigación a aplicar en el proyecto será el ANALÍTICO - DEDUCTIVO, puesto que partiendo del desarrollo de unos objetivos específicos, se desea cumplir con un objetivo general referente a determinar a través de técnicas financieras si RIVAS MORA CONSTRICCIONES SAS genera valor a sus accionistas, llegando a una conclusión y solucionando la problemática planteada.

En el aspecto analítico se pretende a través del estudio de una información contable y financiera determinar las decisiones y estrategias mas optimas para la empresa que permitan maximizar los resultados, incluyendo el análisis de información de actualidad, del sector y la región que sirvan de apoyo para el desarrollo de este proyecto.

Adicional a ello la metodología será deductiva porque se espera que a partir de la proyección de flujos de caja se pueda determinar el valor económico de la empresa en un horizonte de tiempo de 5 años, y si la empresa dentro de su contexto será capaz de generar valor agregado a futuro.

La metodología radica en la intervención directa del investigador en la recopilación, manipulación y análisis de la información financiera y contable de las empresas participantes de la fusión aplicando las teorías referentes al análisis financiero, cálculo de indicadores financieros y demás conocimientos específicos adquiridos por el investigador.

1.7.3. Enfoque de la Investigación

La presente investigación pretende a partir del análisis de aspectos financieros de la empresa Rivas Mora Construcciones SAS, determinar la capacidad de la misma de generar valor agregado a futuro para sus accionistas, por lo tanto se puede determinar que el enfoque de este estudio, es el cuantitativo por cuanto este paradigma responde a un interés técnico del conocimiento y tiene como finalidad abordar la realidad para dominarla y transformarla apoyado en el conocimiento de las causas que la determinan y de las relaciones entre los hechos³³, esto a partir de un diseño investigativo que exige la determinación de variables, de técnicas e instrumentos objetivos, que arrojaran una información que requiere de la interpretación con el fin de dar correlación a los datos obtenidos, confirmar o desechar una hipótesis y dar respuesta a la problemática planteada.

³³ Ibíd.

1.7.4. Fuentes de Información

1.7.4.1. Información primaria. Se obtendrá a través de entrevistas directas con la gerencia administrativa y el área de contabilidad de la empresa RIVAS MORA CONSTRUCTORES SAS para determinar en común acuerdo las directrices de proyección de flujos de caja de la empresa para los próximos 5 años.

1.7.4.2. Información secundaria. Esta información se obtendrá a través información ya establecida que reposa en el archivo de RIVAS MORA CONSTRUCCIONES SAS, en relación a estados financieros iniciales y los generados a 31 de diciembre de 2011, información de proyectos actuales y proyectados a realizar con expectativas de ingresos y costos, al igual que la planeación estratégica de la empresa, como base fundamental en la proyección de la misma.

Adicional a ello será indispensable encontrar apoyo teórico en libros, revistas y documentos que puedan encontrarse en bibliotecas, referente a las metodologías que se implementaran para cumplir con el propósito del proyecto y sobre información de actualidad referente al contexto de la empresa.

1.7.4.3. Información Terciaria. La información terciaria se obtendrá a través de consultas virtuales referente a valoración de empresas, costo de capital, flujos de caja y demás temáticas que se trataran en este proyecto, incluyendo temas de actualizad y de contexto de la empresa como material de apoyo para el desarrollo de este trabajo.

1.7.5. Tratamiento de la Información

El tratamiento de información inicia con la interacción continua con la gerente administrativa y el contador de RIVAS MORA CONSTRUCCIONES SAS, con quienes se estructurara los lineamientos para la proyección de los flujos de efectivo, dicha información será recopilada en un modelo de Excel donde se realizaran todos los cálculos para la valoración de empresa.

El procesamiento de la información relacionada con la valoración de empresa de RIVAS MORA CONSTRUCCIONES SAS, consistirá inicialmente en el cálculo y proyección de información financiera de la empresa, con base en las estrategias y políticas establecidas para la misma, posteriormente se realizara el cálculo del valor económico en escenarios de sensibilidad y finalmente se analizará los datos

obtenidos que permitirá determinar de acciones correctivas o preventivas dentro de la planeación estratégica que permitirán optimizar y maximizar el valor de la empresa.

El resultado del tratamiento de esta información será determinar si la empresa generara o no valor en un horizonte de tiempo de 5 años lo que permitirá dar respuesta a la problemática de este proyecto.

2. RIVAS MORA CONSTRUCCIONES HOY

2.1. LA COMPAÑÍA

El primer acercamiento para inicial el proceso de la valoración de la empresa, consiste en reconocer el negocio mediante un análisis del contexto general de la compañía, el cual se desarrollara a continuación basado en entrevistas e información del sector.

Fundación: Rivas Mora Construcciones SAS fue constituida el 04 de agosto de 2011 como una Sociedad por Acción Simplificada inscrita en la Cámara de Comercio de Pasto por documento privado del 05 de Agosto de 2011 bajo el No. 8172 del Libro IX cuyos accionistas registrados son el Doctor Víctor Rivas Martínez y el Ingeniero Andrés Mora. Su término de duración será indefinido.

Objeto social: Su objeto es la construcción y venta de edificaciones de uso residencial en cuya elaboración se emplean materiales de alta calidad y personal calificado, actuando dentro de los estándares de calidad y seguridad exigidos en todo proyecto de construcción.

Capital social: El capital social invertido por Rivas Mora Construcciones SAS fue inicialmente de \$500.000.000 con la emisión de 1.000 acciones adquiridas por sus inversionistas así:

CUADRO 2. CAPITAL SOCIAL

ACCIONISTA	CEDULA	NUMERO ACCIONES	VALOR NOMINA	TOTAL
ANDRÉS RICARDO MORA	12.991.696	500	\$500.000	\$250.000.000
VÍCTOR RIVAS MARTÍNEZ	5.353.539	500	\$500.000	\$250.000.000
TOTAL		1.000		\$500.000.000

Fuente: Esta Investigación.

2.2. CONCEPTO DEL NEGOCIO

Oferta: el negocio de la empresa es satisfacer las necesidades de la población de la Ciudad de Pasto carente de techo propio. Se ofrece al mercado viviendas que satisfacen los estándares de calidad y seguridad para sus habitantes. Se direcciona especialmente al nicho de mercado comprendido entre los estratos 3,4 y 5 con diferentes modalidades de vivienda de 1, 2, 3 habitaciones localizadas en

lugares estratégicos del casco urbano de la ciudad con precios competitivos al alcance de toda la población.

Mercado local: la compañía tiene centrado un mercado objetivo en la Ciudad de Pasto en esta etapa de iniciación, en dicho mercado local se tienen dos proyectos muy atractivos para la población en general que se encuentran en proceso de construcción ubicados en el sector reconocido como Parque Bolívar, una de las zona de mayor concurrencia en cuyo alrededor se encuentra el Batallón de Boyacá, el Hospital Departamental de Nariño, Hipermercado Alkosto y una de las oficinas del Banco Davivienda, entidades e instituciones importantes en la Ciudad.

El mercado objetivo de este proyecto puede clasificarse desde diferentes puntos de vista, dado que está dirigido a diferentes tipos de población, así por ejemplo estos proyectos busca familias constituidas generalmente de 3 a 4 personas, que requieran apartamentos de 2 y 3 habitaciones, adicionalmente que les interese una ubicación central y concurrida y finalmente que posea la capacidad de endeudamiento requerida para el trámite de crédito hipotecario.

En relación a lo anterior CAMACOL en su estudio de demanda del año 2011 realizado en la ciudad de Pasto, presenta información relacionada con el total de los hogares interesados en adquirir vivienda y que cuentan con los recursos propios o con la capacidad para pagar las mensualidades de un crédito hipotecario o bancario así:

CUADRO 3. DEMANDA INSATISFECHA PASTO 2011

ESTRATO	DEMANDA EFECTIVA		OFERTA		DEMANDA INSATISFECHA	
	HOGARES	%	LICENCIADAS	%	VIVIENDAS	%
1	2.242	13,53	210	12,81	2.032	13,60
2	4.193	25,30	268	16,38	3.925	26,28
3	6.629	40	821	50,16	5.808	38,89
4	2.827	17,06	247	15,09	2.580	17,28
5	681	4,11	91	5,56	590	3,95
TOTAL	16.572	100,00	1.637	100,00	14.935	100,00

Fuente: CAMACOL, Regional Nariño. Estudio de Demanda de Vivienda año 2011. Área Urbana y Rural del Municipio de Pasto.

Esta información representa la oportunidad de crecimiento que tiene Rivas Mora Construcciones SAS en la Ciudad de Pasto, principalmente dirigido hacia la población de estrato 3, lo cual deja en evidencia que el direccionamiento

estratégico de la empresa en cuanto a su mercado objetivo se encuentra bien enfocado pues es un mercado de gran potencial.

2.3. POSICIONAMIENTO ESTRATÉGICO

Estrategia para los mercados. La base de la estrategia es crear ambientes acogedores, agradables pero dirigido a satisfacer la necesidad básica de techo propio, es decir lograr que los clientes encuentren en estas viviendas un lugar que se ajusta tanto a su necesidad física como económica pero que a la vez supere las expectativas de diseño y confort. Esto permitirá lograr un alto posicionamiento en el mercado culminando el objetivo de venta de un proyecto y generando expectativa en el mercado sobre proyectos posteriores.

Adicionalmente los materiales empleados y la garantía que ofrece la edificación tanto en seguridad como en infraestructura, permite generar una confianza que garantiza su sostenibilidad en el mercado, de esta manera Rivas Mora Construcciones SAS busca diferenciarse de sus competidores agregando valor a sus clientes en la búsqueda de satisfacer una necesidad básica de vivienda propia, ofreciendo calidad diseño y garantía a sus compradores.

Desarrollo de productos. Rivas Mora Construcciones SAS ofrece en sus productos además de calidad y seguridad un alto grado de innovación en diseño y en el uso de materias primas e insumos a favor del medio ambiente estando a la vanguardia de la tecnología y las últimas tendencias en materiales e insumos de la construcción.

Adicionalmente el desarrollo de productos de Rivas Mora Construcciones SAS está en la construcción de diferentes prospectos de vivienda dirigido a la satisfacción de diferentes expectativas de clientes, proyectando la construcción no solo a apartamentos sino además casas campestres, locales comerciales, obras civiles e instituciones públicas o privadas que demande el mercado.

2.4. DESCRIPCIÓN DE LA COMPETENCIA

Participación en el mercado. Siendo Rivas Mora Construcciones SAS una empresa naciente en el mercado de la Ciudad de Pasto debe considerarse que su participación hoy es relativa frente a la antigüedad de la competencia, además que en el sector de la construcción la participación real estaría dada por el número de proyectos que una firma ha logrado ejecutar y vender en un periodo de tiempo.

Pese a lo anterior considerando los proyectos que registra la revista oficial de vivienda de CAMACOL Nariño “DONDEVIVIR”, se puede determinar que a la

fecha la empresa tiene una participación del 6% considerando que de los 30 proyectos de construcción que se encuentran en ejecución y venta, 2 pertenecen a la empresa Rivas Mora Constructores SAS³⁴. En el siguiente cuadro puede observarse un resumen de los proyectos oficiales que se registra en CAMACOL Nariño:

CUADRO 4. PROYECTOS DE CONSTRUCCIÓN DE VIVIENDA EN PASTO

	LISTADO DE PROYECTOS	CONSTRUYE
1	BOULEVARD 33/26	ARECA SAS
2	CONDOMINIO HABITAR LA AURORA	CONFUTURO LTDA.
3	CONDOMINIO LOS NARANJOS	
4	CAMINO REAL RESERVADO	CONSORCIO CAMINO REAL
5	EDIFICIO SANTA TERESITA	CONSORCIO M&R - CONSTRUCTORA DEL SUR
6	EDIFICIO BONAVISTA	CONSTRUCCIÓN Y SERVICIO DE VIVIENDA SAS
7	PORTAL DEL ELEGIDO	CONSTRUCCIONES SANTACRUZ
8	BALCONES DE LA PRADERA	CONSTRUCTORA ENRÍQUEZ Y ASOCIADOS SAS
9	CONDOMINIO MIRADOR DE AQUINE	CONSTRUCTORA GYM LTDA
10	CONDOMINIO VISTA HERMOSA	
11	ROSALES DE ANGANOY	CONSTRUCTORA RUMIPAMBA
12	TORRE ANDINA	CONSTRUCTORA TAYKA
13	EDIFICIO ATURES	DELCO CONSTRUCTORES
14	TORRES DEL PARQUE	DOS SAS
15	EDIFICIO MAKALU	EDIFICACIONES BOREAL LTDA
16	CIUDADELA SAN JUAN	HGC CONSTRUCCIONES LTDA
17	PORTAL DE LAS MARGARITAS	ING OSCAR PUCHANA
18	BALCONES DE SAN JUAN	INGENIEROS SA
19	CASA DEL BOSQUE	INVEROBRAS SAS
20	EDIFICIO HABITAR 23	MAURICIO MONTENEGRO
21	EDIFICIO UNIZENTRO	NUEVO HORIZONTE SAS
22	MIJITAYO ALTO	
23	TERRAZAS DE PINASACO II	
24	TORRES DE MARILUZ	
25	TORRE BOLÍVAR I	RIVAS MORA CONSTRUCCIONES SAS
26	TORRE BOLÍVAR II	
27	EDIFICIO BACCOLONI	SOCIEDAD BACC LTDA
28	BILBAO 10	TEKTON ARQUITECTURA E INGENIERÍA

³⁴ REVISTA DONDE VIVIR. Edición No. 023 Julio/Octubre de 2012 Disponible en: <http://revistadondevivir.com/>

Fuente: REVISTA DONDE VIVIR. Edición No. 023 Julio/Octubre de 2012 Disponible en: <http://revistadondevivir.com/>

Adicionalmente, se espera que la empresa incremente los proyectos a corto plazo y por ende se refleje en un incremento de la participación en el mercado, por cuanto se tienen actualmente prospectos de construcción que se encuentran en un proceso de estudio y toma de decisiones por parte de los accionistas.

Principales competidores. Como se puede observar en el cuadro 4. La empresa que registra una mayor participación en el mercado a la fecha es Nuevo Horizonte SAS, sin embargo es importante aclarar que no puede considerarse esta empresa como la principal competencia para Rivas Mora Construcciones SAS por cuanto es propiedad de uno de sus socios, el Doctor Víctor Rivas Martínez, lo cual permite además vislumbrar un horizonte exitoso para la empresa por la experiencia y buen nombre que identifica a nivel regional a esta prestigiosa constructora.

Aclarado lo anterior pueden entrarse a analizar los otros competidores de Rivas Mora Construcciones SAS considerando principalmente a Zuma Constructora y la Constructora GYM LTDA., las cuales además de tener el mismo número de proyectos, realizando un análisis de los proyectos ofrecidos al público, se infiere que actualmente se encuentran dentro de los principales competidores de la empresa objeto de estudio, por cuanto presentan proyecto similares y dirigidos al mismo segmento de mercado.

Precios y competencia. Los precios que maneja Rivas Mora Construcciones frente a sus competidores se debe analizar desde diferentes puntos de vista por cuanto este, varía de acuerdo a diferentes factores tales como:

- Área
- Estrato
- Ubicación
- Acabados
- Venta sobre planos
- Proyecto terminado

De esta manera, existen muchas variables que determinan la competitividad de los precios que manejan las empresas constructoras, además que las necesidades y expectativas de los compradores son aspectos influyentes en el cliente en la toma de decisiones sobre un proyecto u otro.

Sin embargo desde la perspectiva del investigador y analizando la información de precios de diferentes proyectos en la ciudad puede inferirse que Rivas Mora Constructores SAS se encuentra muy competitivo frente a la competencia en lo que a precios se trata.

Finalmente es importante considerar que el precio de estos proyectos tiene un efecto de variación en el momento en el que se finaliza la venta sobre planos e inicia la venta con apartamento modelo o proyecto terminado, lo cual se puede considerarse como otro punto de análisis, en donde Rivas Mora Construcciones SAS a través de sus socios tiene la experiencia necesaria para equilibrar el efecto y mantener su competitividad.

Canales de distribución y condiciones de venta. Dado que la empresa inicia su proceso de venta en el ofrecimiento de los proyectos de vivienda sobre planos, se puede referir que el canal de distribución y venta principal es el asesoramiento del personal del área comercial en la sede principal y el personal de asesoría externa con que cuenta la empresa, quienes hacen los ofrecimientos de proyectos a través de visitas a distintas instituciones o entidades donde se proyectan potenciales clientes, adicionalmente la empresa considera de vital importancia la participación en vitrinas inmobiliaria que periódicamente se llevan a cabo en la ciudad y son organizadas por el gremio de la construcción encabezado por CAMACOL lo que representa un canal importante para el ofrecimiento masivo de los proyectos.

Seguidamente cuando se posee el apartamento modelo, el proceso de venta se direcciona al ofrecimiento tanto en oficina pero con la demostración física de la infraestructura y acabados, lo cual permite dar mayor seguridad al cliente, y adicionalmente se continúa con el ofrecimiento a través de asesoría externa y con la participación en importantes eventos de la construcción con lo que se logra un impacto importante de reconocimiento de los proyectos y la empresa para la población de Pasto.

2.5. ESTRUCTURA DEL SECTOR

Riesgo de competidores potenciales. Actualmente, la alta demanda y los beneficios que otorga el gobiernos a las personas carentes de vivienda ha generado una oferta creciente de proyectos, tanto así que se han presentado en la ciudad de Pasto la iniciación de proyectos de construcción cuyo objetivo ha sido el cubrimiento de una parte de la dicha demanda, sin embargo la falta de experiencia y capital han ocasionado que estas empresas “de oportunidad”, no logran la culminación de dichas construcciones.

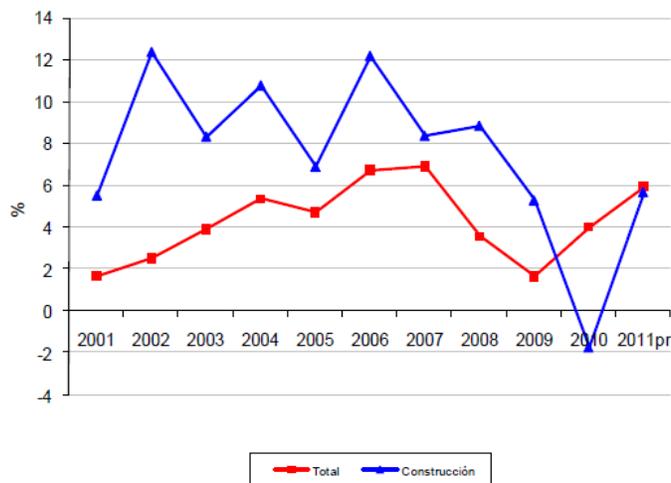
Sin embargo dentro de las empresas experimentadas en el sector se encuentran también un potencial de crecimiento que se traduce en un alto riesgo para la

empresa objeto de estudio de esta investigación, por cuanto buscan cubrir a cabalidad la demanda de vivienda.

Poder de negociación con proveedores. Rivas Mora Construcciones SAS y en general las empresas de construcción masiva de edificaciones para uso residencial, tiene la ventaja de obtener descuentos por compra de materiales al por mayor, adicionalmente la experiencia y conocimiento de sus accionistas, sobre los proveedores de materiales de alta calidad y bajo precio, logra para la empresa tener un margen de utilidad atractivo para sus accionistas.

Crecimiento de la industria. El Centro de Estudios de la Construcción y el Desarrollo Urbano y Regional (CENAC) en su último boletín de abril de 2012, comunica el comportamiento del sector de los últimos años ha presentado periodos de mayor crecimientos para el sector como son los años 2002 (12.3%) y 2006 (12.1%), sin embargo se registra una variación negativa de 1.7% en el 2010, recuperándose en el 2011, donde el PIB del sector creció en 5.7% (ver figura 7). De acuerdo las proyecciones macroeconómicas y sectoriales realizadas por Fedesarrollo, se revelan la expectativa de mayores tasas de crecimiento en los años 2013 y 2014, pero especialmente en este último año, donde se proyecta un crecimiento del 5.3% del PIB total, mientras que para el sector constructor el mayor crecimiento se proyecta para el 2013 con un 5.7%³⁵.

FIGURA 7. CRECIMIENTO PIB SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN



*Nueva base año 2005, cambio en la metodología
p: Datos provisionales
pr: Datos preliminares
Fuente: DANE. Cuentas Nacionales

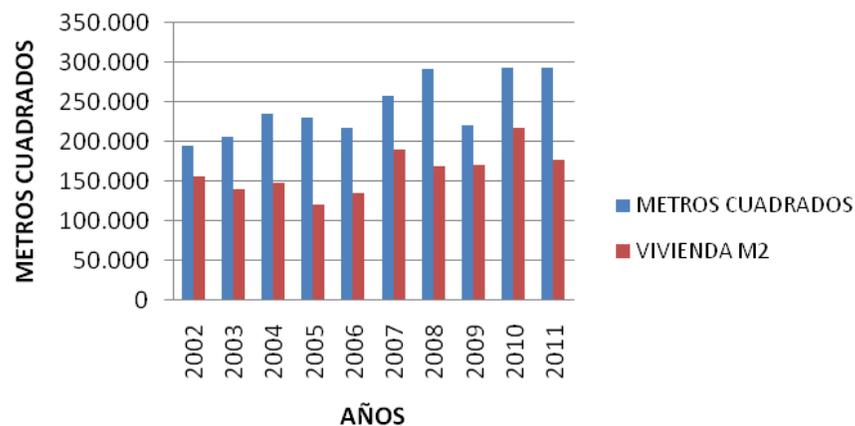
Fuente: CENAC, Boletín Estadístico Contexto Sectorial. Bogotá D.C. Abril 2012. p5.

³⁵ CENAC, Boletín Estadístico Contexto Sectorial. Bogotá D.C. Abril 2012. P 1. Disponible en: <http://www.cenac.org.co/index.shtml?apc=d1-2--&x=20152630>

A nivel local, la actividad edificadora en la Ciudad de Pasto de acuerdo al estudio realizado por CAMACOL, partiendo de la información suministrada por dos curadurías urbanas de la ciudad de las licencia de construcción aprobadas, en el año 2011 la actividad edificadora se mantuvo al ritmo del año anterior con un mínimo de disminución de 0,05%

La construcción de vivienda sigue consolidándose como el principal destino del área total licenciada, en el año 2011 fueron aprobados para vivienda nueva 176.897 metros cuadrados (Ver figura 8), aunque respecto al 2010 disminuyeron en 18.35%. La vivienda presenta la mayor participación en el área licenciada con 60.49%:

FIGURA 8. ACTIVIDAD EDIFICADORA Y DE VIVIENDA



Fuente: CAMACOL, Regional Nariño. Actividad Edificadora, Oferta y Ventas San Juan De Pasto año 2011.

Esta información permite evidenciar la estabilidad que actualmente ofrece el sector de la construcción a inversionistas de esta actividad, ofreciendo expectativas de sostenimiento y desarrollo teniendo en cuenta las condiciones actuales del mercado nacional y local.

2.6. ESTRATEGIA DE NEGOCIO

Estrategia corporativa. Las consideraciones de estrategia gerencia que sigue Rivas Mora Construcciones, para los próximos cinco años en su plan de negocios, son:

- Capitalizarse
- Sostener la tasa de crecimiento de las ventas

- Profundizar la ventaja competitiva de la diferenciación
- Sostener e incrementar el margen operacional
- Fortalecer las competencias del equipo gerencial
- Fortalecer los procesos administrativos

Ventajas y desventajas del negocio. La principal ventaja de Rivas Mora Construcciones SAS frente a la competencia, se centra en su orientación hacia el cliente, buscando a través de proyectos innovadores y de alta calidad, superar sus expectativas y “hacer realidad sus sueños”, actitud que exige a la empresa una alta dedicación y compromiso en cada proyecto de construcción garantizando la excelencia de los proyectos y aportando.

Otra importante ventaja de la empresa está en la trayectoria y experiencia de los accionistas lo cual le da gran avance a esta naciente empresa en el sector de la construcción, lo cual denota una gran importancia dada la oferta creciente en el mercado especialmente de empresas incipientes que intenta posicionarse en el mercado. Adicionalmente el respaldo de sus accionistas es vital a la hora de la financiación a través de créditos comerciales con entidades bancaria que normalmente hacen un estudio minucioso para el otorgamiento de créditos constructor de alto nivel.

Su desventaja podría definirse en la alta necesidad de financiación a través de créditos comerciales que absorbe en un alto grado la utilidad que genera la empresa en su operación, esto considerando que a pesar de la alta inversión con aportes sociales, un proyecto de construcción de gran magnitud requiere una inversión importante de recursos que merece un apalancamiento financiero importante que asegure su ejecución y terminación.

2.7. DIAGNOSTICO FINANCIERO

Teniendo en cuenta que no se cuenta con información historia de la empresa, el análisis financiero se realizara sobre los estados financieros presentados a 31 de diciembre de 2011 que recoge los resultados obtenidos de la operación desde la creación de la empresa en el mes de agosto del mismo año, además se realizara un análisis vertical como herramienta que permitirá identificar puntos críticos de análisis.

2.7.1. Resultados a 31 diciembre 2011

Realizando una reclasificación para la realización del análisis financiero pertinente se obtiene la siguiente información:

CUADRO 5. ESTADO DE PERDIDAS Y GANANCIAS A 31 DIC 2011

RIVAS MORA CONSTRUCCIONES SAS		
ESTADO DE RESULTADOS		
	2011	%
Ingresos Operacionales	704.804.282	100%
Construcción	552.520.018	78%
Actividades conexas	152.284.264	22%
Costo de producción	(665.488.421)	94%
Materia prima	305.776.935	43%
Mano de obra directa	217.576.135	31%
Costos indirectos	142.135.351	20%
UTILIDAD BRUTA	39.315.861	6%
Gastos Administración y ventas	(21.550.350)	3%
Gastos de Personal	8.999.579	1%
Impuestos	2.700.000	0%
Gastos Legales	2.531.500	0%
Depreciaciones	470.288	0%
Amortizaciones	50.000	0%
Diversos	6.798.983	1%
UTILIDAD OPERACIONAL	17.765.511	3%
Ingresos No Operacionales	4.803.293	1%
Otras ventas	3.621.000	1%
Financieros	1.104	0%
Recuperaciones	1.181.189	0%
Gastos no Operacionales		0%
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	22.568.804	3%
Impuestos	(12.499.980)	2%
UTILIDAD NETA	10.068.824	1%
UTILIDAD NETA POR ACCIÓN	10.068	

Fuente: Esta investigación.

Análisis. Como es típico en una empresa dedicada a la construcción, los costos de producción son la cuenta más representativa del estado de resultados de la empresa (94%), sin embargo la utilidad bruta resultante correspondiente al 6% de los ingresos operacionales, puede considerarse bondadoso para la empresa, teniendo en cuenta que la misma y los proyectos que actualmente ejecuta, se encuentra en un proceso de iniciación en donde las ventas se realizan sobre planos, lo cual normalmente y más aun considerando el desconocimiento del mercado sobre esta nueva empresa, conlleva a un proceso lento con una menor efectividad que cuando se trata de un proyecto construido y de una empresa reconocida en el mercado.

Adicionalmente es importante tener en cuenta que dicha utilidad fue obtenida en tan solo 4 meses de operación desde la constitución de la empresa lo cual refleja la experiencia de sus accionistas en la actividad, siendo asertivos en la puesta en marcha de sus proyectos y en general de la empresa.

Otro punto crítico de análisis puede considerarse en que la empresa para su primer resultado no registra gastos financieros, dado que la iniciación de sus actividad fue financiada únicamente con los aportes sociales de los accionistas, lo cual represento una gran ventaja a la hora de generar la utilidad neta positiva para la empresa, teniendo en cuenta el alto costo de la financiación con créditos comerciales ofrecidos por entidades financieras.

Finalmente los impuestos registrados en el estado de resultados, incluye además del 33% exigido por la ley, una provisión realizada para el pago de impuestos exigidos en declaración de renta del próximo año lo cual aunque disminuye en un punto porcentual la utilidad neta en relación a los ingresos, es una acierto a la hora de mostrar resultados de un periodo, por cuanto la declaración de renta exigirá a Rivas Mora Construcciones SAS el pago de impuestos adicionales que deben ser asumidos en el periodo contable correspondiente.

De esta manera se puede concluir que los resultados presentados por la empresa se pueden considerar favorables teniendo en cuenta sus condición como una empresa naciente en el complejo mercado de la construcción de edificaciones para uso residencial, generando una gran expectativa para sus accionistas a partir de la buena acogida que tienen sus proyectos en la Ciudad de Pasto.

2.7.2. Balance General 31 diciembre de 2011

A continuación se presenta el balance general de la empresa:

CUADRO 6. BALANCE GENERAL A 31 DIC 2011

RIVAS MORA CONSTRUCCIONES SAS		
BALANCE GENERAL		
ACTIVOS	2011	%
Disponible	32.057.730	2%
Clientes	325.000.000	21%
Anticipos	64.478.148	4%
prestamos a particulares	35.352.719	2%
Total deudores	424.830.867	28%
Inventarios	505.000.000	33%
ACTIVO CORRIENTE	961.888.597	63%
Terrenos	150.000.000	10%
Construcciones y edificaciones	84.000.000	6%
Maquinaria y equipo	4.320.000	0%
Equipo de computo y comunicación	3.928.055	0%
Total Propiedad Planta y Equipo	242.248.055	16%
Depreciación acumulada	(603.032)	0%
Intangibles	250.000	0%
Valorización propiedad planta y equipo	313.505.000	21%
ACTIVO NO CORRIENTE	555.400.023	37%
TOTAL ACTIVOS	1.517.288.620	100%
<hr/>		
PASIVOS	2011	%
Anticipos y avances	185.001.235	12%
Proveedores	55.102.686	4%
Cuentas por pagar	5.913.076	0%
Impuestos gravámenes y tasas		0%
Obligaciones laborales	828.272	0%
Pasivos estimados y provisiones	15.200.000	1%
PASIVO CORRIENTE	262.045.269	17%
Anticipos y avances recibidos	431.669.548	28%
PASIVO LARGO PLAZO	431.669.548	28%
TOTAL PASIVO	693.714.817	46%
<hr/>		
PATRIMONIO	2011	%
Capital social	500.000.000	33%
Reservas		0%
Resultados de ejercicios anteriores		0%
Resultado del ejercicio	10.068.804	1%
Superávit por valorizaciones	313.505.000	21%
PATRIMONIO	823.573.804	54%
<hr/>		
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	1.517.288.621	100%

Fuente: Esta investigación.

Análisis:

Realizando el análisis del balance general, se puede considerar inicialmente el impacto que tiene la cuenta de deudores sobre el total de los activos (28%) lo cual puede verse desde las dos perceptivas, la positiva por cuanto recoge las ventas de la empresa a través del compromiso que adquieren los clientes en la compra de viviendas sobre planos o negativa cuando la cuenta permanece o se incrementa sin encontrar en su contrapartida un buen resultado. Se pueden considerar varios aspectos que afectan este movimiento:

- Porcentaje de cuota inicial
- Tiempo entre la venta y la entrega del proyecto
- Tiempo de desembolso de créditos hipotecarios
- Clausulas de incumplimiento
- Desistimiento de compra

Todas estas variables afectan el flujo de efectivo de la empresa, sin embargo pueden resultar favorables en la medida que las ventas se realicen de manera efectiva y la cuenta de deudores disminuya engrosan la caja de la empresa, lo cual resulta igual que cualquier empresa productiva con la diferencia que el ciclo del proceso y en si la actividad de la empresa, conlleva a que esta conserve o incremente esta cuenta considerando la puesta en marcha de proyectos adicionales o la venta total de cada unidad del proyecto de construcción antes de su terminación.

Adicionalmente es importante considerar un aspecto que disminuye en gran medida el riesgo de pérdida que puede existir en el manejo de la cuenta de deudores, por cuanto existe dentro de la promesa de compraventa, un compromiso que implica que el producto final será entregado contra escritura al pago del 100% de lo adeudado, lo cual permite ver la cuenta de deudores que en muchos casos es de gran cuidado para diferentes empresas, como un punto favorable en su crecimiento y participación dentro de los activos de la empresa, pero sin perder de vista la eficiencia de venta de cada proyecto con el fin de evitar que unidades de construcción queden a nombre de la empresa distorsionando los indicadores de gestión.

Para el caso específico de la empresa, la cuenta de clientes a 31 de diciembre de 2011 refleja la firma de 7 promesas de compraventa que representa la venta del 10% del proyecto Torre Bolívar I, correspondiente a 6 de los 64 apartamentos y un local comercial, de lo cual el 46% se encuentra pendiente de pago por parte de los clientes, sin embargo el 54% restante representa la efectividad en la venta de este parte del proyecto, por cuanto constituyen un compromiso adquirido entre clientes y la empresa y a largo plazo el recaudo efectivo de dicha cartera.

Otra de las cuentas por resaltar es la cuenta de inventarios (33%) la cual como es normal en una empresa constructora generalmente mantiene un gran valor por cuanto refleja las obras en curso valoradas como un producto en proceso a costo, su comportamiento es de gran cuidado pues su movimiento debe ser consecuente con el avanzar del proyecto, por ejemplo su disminución puede ser a consecuencia de la terminación y entrega de un proyecto sin embargo paralelamente puede significar que no existan proyectos nuevos en proceso que equivalgan a la continuidad de la empresa en el mercado, otra situación sería un excesivo crecimiento que refleje la iniciación de varios proyectos descuidando la posibilidad de culminación por la exigencia de inversión sin resultados en las ventas.

La cuenta de inventarios de Rivas Mora Construcciones SAS refleja lo que inicialmente corresponde al terreno de construcción adquirido para el proyecto de Torre Bolívar I el cual a 31 de diciembre de 2011 se encontraba en proceso de adecuación para la iniciación de la construcción del edificio.

Finalmente se puede destacar el impacto que tiene la cuenta de valorizaciones dentro del activo total de Rivas Mora Construcciones (21%) lo cual teniendo en cuenta su actividad económica generalmente es un rubro que presenta un crecimiento por cuanto refleja la valorización que tiene especialmente los terrenos luego de las adecuaciones realizadas en el proceso de preparación para la construcción de las edificaciones.

En cuanto al pasivo los anticipos y avances a corto (12%) y largo plazo (28%) registrados en el balance, son las cuentas más representativas del pasivo y en general este en comparación con el patrimonio (capital social 33% y revalorización 21%), demuestra que la empresa se encuentra apalancada mitad y mitad con el pasivo y patrimonio, el primero compuesto principalmente por los anticipos que Rivas Mora Construcciones SAS ha recibido de sus clientes por concepto de cuota inicial en la compra de las unidades de vivienda sobre planos que se registra a la fecha como una obligación a largo plazo por cuanto el tiempo del proyecto se estima en aproximadamente 2 años y el segundo constituido por el capital social invertido por los accionistas y la revalorización del patrimonio conseguida por la valoración del activo.

2.8. ANÁLISIS DE RAZONES FINANCIERAS

Un análisis de razones financieras aporta información respecto de la liquidez, el endeudamiento y la rentabilidad del negocio.

Liquidez. En términos de liquidez, la empresa muestra capacidad para cumplir sus obligaciones oportunamente, presentando los siguientes resultados en cuanto a solvencia:

CUADRO 7. INDICADORES DE LIQUIDEZ

LIQUIDEZ	2011
Activo corriente	961.888.597
Pasivo corriente	262.045.269
RAZÓN CORRIENTE	3,67
Activo corriente	961.888.597
(-)Inventario	505.000.000
Pasivo corriente	262.045.269
PRUEBA ACIDA AL INVENTARIO	1,74
Activo corriente	961.888.597
(-) Clientes	325.000.000
Pasivo corriente	262.045.269
PRUEBA ACIDA A LA CARTERA	2,43

Fuente: Esta investigación.

Los anteriores resultados permiten determinar que Rivas Mora Construcciones SAS a 31 de diciembre de 2011 tiene una solvencia importante a corto plazo, así la razón corriente nos indica el gran respaldo que tiene la empresa en sus activos corrientes, sin embargo es importante analizar que la cuenta de clientes puede ser un factor crítico a la hora de considerar una liquidez en la caja, esto dado que se integra únicamente por un compromiso que los clientes han adquirido con la empresa, a cambio de un producto final que representa una responsabilidad para la misma, es decir que en caso de ser necesario el cubrimiento de los pasivos, existe la posibilidad de que no se cuente con el rubro de clientes por cuanto no se haya cumplido con la entrega de las unidades de vivienda y por ende no es una deuda exigible.

Pese a lo anterior el indicador de prueba acida, muestra que sin considerar a los deudores, la empresa aun tiene la capacidad de solvencia a corto plazo, puesto que cuenta con el rubro de inventarios el cual se compone de materias primas, insumos e incluso el proyecto en ejecución que puede respaldar el pasivo corriente. Además si se considera el caso en el que la empresa ejecute completamente su proyecto, y se requiera el cubrimiento del pasivo, es posible su realización con la misma efectividad como se refleja en la prueba acida al inventario, los cuales desaparecerían en el momento de entrega por cuanto ya no se clasificarían como obras en curso y se realizaría la recuperación de la cartera pertinente para favorecer el flujo de caja.

Endeudamiento. En cuanto a los niveles de endeudamiento Rivas Mora Construcciones SAS obtuvo los siguientes resultados.

CUADRO 8. INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO

ENDEUDAMIENTO	2011
Total pasivo	693.714.817
Total pasivo + patrimonio	1.517.288.621
NIVEL DE ENDEUDAMIENTO	45,72%
Pasivo	693.714.817
Patrimonio	823.573.804
APALANCAMIENTO	0,84
Pasivo CP	262.045.269
Total pasivo	693.714.817
ENDEUDAMIENTO CP	37,77%
Pasivo LP	431.669.548
Total pasivo	693.714.817
ENDEUDAMIENTO LP	62,23%
Pasivo operativo	508.713.582
Total pasivo	693.714.817
ENDEUDAMIENTO OPERATIVO	73,33%
Pasivo financiero	-
Total pasivo	693.714.817
ENDEUDAMIENTO FINANCIERO	0%

Fuente: Esta investigación.

En cuanto a nivel de endeudamiento, Rivas Mora Construcciones SAS, refleja que del total de sus activos, el 45% se encuentra financiado por el pasivo con terceros, principalmente con el pasivo a largo plazo constituido en mayor proporción por los anticipos y avances recibidos por concepto de cuota inicial abonada por los clientes, lo cual puede considerarse como una muy buena estrategia de financiación por cuanto no representa un costo para la empresa, sin embargo el nivel de apalancamiento nos muestra que por cada peso que la empresa posee en el patrimonio, 84 centavos están adeudados lo cual debe considerarse normal en este tipo de actividad por cuanto proyectos de construcción requieren altos niveles de financiación que muy difícilmente pueden ser cubiertos con capital social. Es general que las empresas constructoras de gran magnitud requieran financiación a través de créditos comerciales asumiendo un costo, por lo que el nivel de

apalancamiento será proporcional sin ser considerado un indicador desfavorable para la empresa por cuanto refleja la actividad normal.

A 31 de diciembre de 2011 Rivas Mora Construcciones no registra deuda con el sector bancario por lo que su endeudamiento financiero es 0% esto por cuanto han transcurrido tan solo 4 meses de iniciación de la empresa en los cuales la inyección de capital ha sido suficiente para la financiación inicial, sin embargo el endeudamiento operativo (73,33%) refleja la eficiencia en el uso que le ha dado la empresa a las alternativas de financiación menos costosas.

Productividad. En lo relacionado a los indicadores de productividad para Rivas Mora Construcciones SAS se tiene:

CUADRO 9. INDICADORES DE PRODUCTIVIDAD

PRODUCTIVIDAD	2011
Ingresos Operacionales	704.804.282
Total Activos	1.517.288.620
PRODUCTIVIDAD ACTIVOS TOTALES	0,46
Ingresos Operacionales	704.804.282
Activo Operacional	1.449.878.171
PRODUCTIVIDAD ACTIVO OPERACIONAL	0,49
Ingresos Operacionales	704.804.282
Capital de Trabajo Operativo (KTO)	894.478.148
PRODUCTIVIDAD KTO	0,79
Ingresos Operacionales	704.804.282
Capital Fijo Operativo	241.645.023
PRODUCTIVIDAD CAPITAL FIJO OPERATIVO	2,92
Ingresos Operacionales	704.804.282
Clientes	325.000.000
DÍAS RECAUDO DEL INGRESO	55,3
Costo de Ventas	665.488.421
Inventarios	505.000.000
DÍAS REPOSICIÓN DE INVENTARIOS	91,1

Fuente: Esta investigación.

La productividad del activo en Rivas Mora construcciones SAS, es un indicador que debe analizarse con cuidado, esto por cuanto el ciclo del proceso de la construcción, y los activos que hagan parte del rubro, determinaran si realmente la

empresa está siendo productiva en el momento del análisis. Así, a diciembre 31 de 2012 Rivas Mora Construcciones, dentro de sus activos no se considera ninguno fuera de el proyecto en ejecución, que afectara su productividad, es decir la empresa no contaba por ejemplo con terrenos proyectados a construirse pero que aun no hayan generado ingresos para la empresa, lo cual sería un punto crítico de análisis en el caso de la productividad.

Adicionalmente es importante considerar que al ser la etapa de iniciación de la construcción, y por ende donde aun se realiza la venta sobre planos, la empresa cuenta dentro de sus activos aun productos en proceso que en su gran mayoría no han sido vendidos en el mercado lo cual afecta el indicador, teniendo en cuenta lo anterior se puede concluir que el resultado obtenido de la productividad de activo, refleja una muy buena situación de la empresa por cuanto es general que las empresas de construcción mantengan un alto nivel de activos y menores ingresos en su iniciación, para el caso la empresa logro generar a 31 de diciembre de 2011 por cada peso invertido en su capital de trabajo operativo, 46 centavos de ingresos.

Por otro lado, si se considera de manera independiente la productividad del capital de trabajo operativo y la de la propiedad planta y equipo, el primero aunque mejora el indicador, refleja una situación similar al activo total por cuanto KTO constituye el 58% del activo total mientras que la propiedad planta y equipo tan solo un 16%, rubro que refleja una mayor eficiencia por cuanto cada peso invertido, genera casi \$3 de ingresos, dado que el activo fijo está representado por un menor rubro, compuesto principalmente por el terreno adquirido por la empresa para la ejecución de su proyecto de construcción, lo que obviamente constituye una excelente eficiencia proveniente del aprovechamiento de un suelo pero más aun por la explotación de un recurso que a simple vista no tiene valor, “el espacio” actividad de éxito que hoy mantiene fuerte la actividad principal del sector de la construcción.

En cuanto a la rotación de inventarios y cartera, es general para las empresas de construcción, por el ciclo del proceso, que los días de rotación constituyan periodos extensos sin embargo los resultados obtenidos por la empresa en su primera etapa demuestran una aparente eficiencia en la gestión de estos dos rubros y por ende un buen nivel de productividad, sin embargo es importante considerar que este primer resultado no puede ser un parámetro de valoración por cuanto en la realidad la recuperación de cartera de un proyecto de construcción puede tardar el periodo de ejecución de la obra por cuanto tan solo el 30% del valor de venta es cancelable durante el proceso de construcción mientras que el 70% que en su gran mayoría es recuperado a través de desembolsos de créditos hipotecarios adquiridos por clientes, solo serán efectivos en el momento de la entrega de la unidad de vivienda lo cual puede ser en un periodo superior a 1 año.

Pese a lo anterior la dinámica del proceso de construcción y venta del proyecto, permite que la empresa refleje un indicador favorable que resulta de la aceptación que ha tenido el proyecto en el mercado, por cuanto a la fecha del análisis se ha logrado una efectividad en la venta del proyecto dado que la cuenta de clientes constituye menos del 50% del total de las ventas.

En cuanto al inventario la productividad es baja por cuanto al ser la etapa inicial del proceso constituye el periodo de mayor salida de efectivo incrementando la cuenta de costos y al mismo tiempo la de inventarios por cuanto a medida que se ejecuta el proyecto se considera un mayor valor en las obras en curso además que si se inicia paralelamente otros proyectos de construcción también engrosaran la cuenta afectando el indicador.

Margen de utilidad. En cuanto a los indicadores de márgenes de utilidad de la empresa se obtuvo:

CUADRO 10. INDICADORES DE MÁRGENES DE UTILIDAD

MÁRGENES DE UTILIDAD	AÑO 2011
Ingresos Operacionales	704.804.282
Utilidad Neta	10.068.823
MARGEN NETO	1,43%
Ingresos Operacionales	704.804.282
Utilidad Operacional	17.765.511
MARGEN OPERACIONAL	2,52%
Ingresos operacionales	704.804.282
Utilidad bruta	39.315.861
MARGEN BRUTO	5,58%

Fuente: Esta investigación.

Como puede observarse en el margen de utilidad, la empresa en su etapa de iniciación muestra que el 5,58% de los ingresos recibidos corresponden a la utilidad bruta lo cual puede considerarse apropiado para este momento de la empresa y más aun considerando que en la etapa de ejecución de sus proyectos de construcción los costos operacionales son el rubro de mayor dinámica, sin embargo la empresa con la aceptación de su proyecto y su efectividad en las ventas sobre planos, logra generar una rentabilidad que puede considerarse adecuada luego de tan solo 4 meses de puesta en marcha de la empresa.

Pese a lo anterior, se puede observar la gran afectación que tiene el margen operacional en comparación con el margen bruto lo cual es ocasionado por cuanto el 54% de la utilidad bruta generada a 31 de diciembre de 2011, es destinada a

cubrir los gastos de administración y venta lo cual puede verse como un indicador de ineficiencia administrativa al cual debe darse una mayor importancia con el fin de ejecutar medidas de control, sin embargo si se analiza los gastos de administración y venta encontramos como los más representativos, los gastos de personal y los diversos, los primeros integrados por el personal básico para una empresa de construcción como Rivas Mora Construcciones: gerente administrativo, contador, auxiliar de contabilidad, 2 arquitecto, 2 ingenieros, vigilante, almacenista y mensajero y dentro de los diversos gastos de representación y transporte.

Así, sería errado considerar desde ya como una medida el controlar estos gastos, sino mas bien ratificar que la empresa no genero para el año 2011 la utilidad suficiente para cubrir sus gastos teniendo en cuenta que tan solo lleva 4 meses de ejecución, por lo cual se esperaría que para próximos años con el crecimiento de la empresa, dichos gastos no tengan gran impacto sobre la utilidad y no afecten este indicador de lo contrario si se entraría a evaluar la eficiencia administrativa de la empresa.

Finalmente, como se había mencionado antes el margen neto debe considerar que la empresa, realiza la provisión de impuestos adicionales al asumido por la generación de utilidad contable (33%), los cuales deberán ser pagado en la declaración de renta de este periodo, sin embargo esta provisión anticipada es posible gracias a que la empresa a la fecha no tenía ningún gasto financiero que comprometiera su utilidad antes de interés e impuestos logrando generar un resultado favorable para la empresa y dado total cumplimiento a sus obligaciones con el estado.

CUADRO 11. INDICADORES DE RENTABILIDAD

RENTABILIDAD	2011
Utilidad Operacional	17.765.511
Activo Operacional	1.449.878.171
RENTABILIDAD OPERATIVA	1,2%
Utilidad operativo después de impuesto	17.765.511
Activo operativo neto	1.372.834.137
RENTABILIDAD DEL ACTIVO OPERACIONAL NETO	1,29%
Utilidad Neta	10.068.823,6
Patrimonio	823.573.804,0
RENTABILIDAD PATRIMONIAL	1,2%

Fuente: Esta investigación.

La rentabilidad obtenida por la empresa a 31 de diciembre de 2011 puede considerarse como un indicador favorable por cuanto en el momento del análisis, la empresa se encuentra en una etapa de iniciación de un proyecto de construcción en la que generalmente son muy superiores los egresos generados por concepto de costos operacionales y gastos de puesta en marcha del negocio y preliminares de una obra de construcción, sin embargo la empresa logra generar utilidad gracias a la aceptación que tiene el proyecto aun cuando no se ha iniciado su ejecución, esto por el respaldo que la empresa tiene con el reconocimiento de sus accionistas y la experiencia que poseen en esta actividad, logrando así la firma de 7 Contratos de compraventa que representa el 10% del proyecto antes de su ejecución y en un tiempo de tan solo 4 meses.

Inductores de valor. De acuerdo a lo expresado por Oscar León García Serna en su libro Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA, los indicadores financieros tradicionales, son insuficientes para realizar un diagnostico alineado hacia lo fundamental, la creación de valor. Así, expone que existen uno inductores de valor considerados como las variables asociadas con la operación de la empresa, que más inciden o afectan su valor.³⁶

Dentro de los inductores de valor operativos para toda empresa se encuentra el Margen EBITDA definido como el margen de utilidad operativa de caja por cuanto su objetivo es considerar los costos y gastos que implican desembolso real de efectivo. Para su cálculo se usa las siguientes formulas:

$$\text{Margen EBITDA} = \text{EBITDA} / \text{ingresos operacionales}$$

$$\text{EBITDA} = \text{utilidad Operativa} + \text{Amortizaciones y Depreciaciones}$$

Por otro lado tenemos el inductor de Productividad del Capital de Trabajo PKT el cual permite determinar de qué manera la empresa aprovecha los recursos comprometidos en capital de trabajo para generar valor agregado para los propietarios. Se calcula de la siguiente manera:

$$\text{PKT} = \text{KTNO} / \text{ingresos Operacionales}$$

$$\text{KTNO} = \text{KTO} - \text{Pasivo Operativo}$$

De la relación entre estos dos inductores se obtiene un importante indicador denominado "Palanca de Crecimiento - PDC" que permite determinar que tan atractivo es para una empresa crecer y por lo tanto da una idea con respecto a si el crecimiento agregara o no valor a los propietarios.

³⁶ GARCÍA, Serna. Oscar León. Valoración de empresas, gerencia el valor y EVA. Prensa Moderna Impresores S.A. Cali 2003. P 17

De acuerdo a Oscar León García, el análisis en conjunto de estos 2 inductores permitirá llevar a cabo un diagnóstico financiero con propósito de valoración, así para Rivas Mora Construcciones SAS se tiene:

CUADRO 12. INDUCTORES DE VALOR

EBITDA	18.285.799
Ingresos Operacionales	704.804.282
MARGEN EBITDA	2,59%
Capital de Trabajo Neto Operativo (KTNO)	200.763.331
Ingresos Operacionales	704.804.282
PRODUCTIVIDAD KTO	0,28
MARGEN EBITDA	2,59%
PRODUCTIVIDAD KTO	28,48%
PDC	9,09%

Fuente: Esta investigación.

Esto implica que a la fecha la empresa requiere 28 centavos por 1 peso vendido y que por cada peso marginal de ventas se genera un incremento de caja de 2,59 centavos, lo cual significa que cada peso logrado en ventas generara un déficit de 25 centavos por cuanto la empresa produce en caja solo 2,59 centavos por cada peso vendido los cuales no alcanzan a cubrir los 28 centavos requeridos para continuar su operación.

Considerando la PDC de Rivas Mora Construcciones SAS, en las condiciones actuales, a la empresa no le favorece crecer en términos de valor agregado por cuanto al ser la PDC menor a 1 indica que cada incremento generado en ventas abrirá una brecha cada vez más grande en la caja de la empresa como se observo en los inductores de valor, lo cual no se puede como atractivo para sus propietarios y accionistas.

Sin embargo si consideramos a profundidad cada factor, podemos resaltar que la empresa Rivas Mora Construcciones SAS, pese a generar estos desalentadores indicadores, se encuentra en su etapa de iniciación donde el capital de trabajo requerido se encuentra en su máximo nivel además que como se puede observar, precisamente este tipo de actividades implica un alto sacrificio de caja es sus primeras etapas por cuanto se trata de proyectos de gran inversión cuyo retorno se ve a largo plazo en el momento de terminación de la obra, por lo cual es general que empresas de esta clase accedan fácilmente a la financiación bancaria sin embargo es generar que por estas situaciones, la rentabilidad esperada de cada proyecto compense el riesgo.

3. RIVAS MORA CONSTRUCCIONES EN PROYECCIÓN

Una vez identificada la situación actual de la empresa tanto al interior como el entorno en el que se desenvuelve, se procederá con la realización de un plan financiero con el cual se pretende realizar las proyecciones financieras pertinentes acorde a las expectativas de sus inversionistas.

De acuerdo a lo anterior se analizaran diferentes aspectos a tener en cuenta para la proyección así:

3.1. ANÁLISIS ESTRATÉGICO

Mercado y competencia: se espera que la tasa de crecimiento en el mercado local se incremente de acuerdo a la demanda insatisfecha registrada en el estudio realizado por CAMACOL donde se calculo una cantidad 14. 935 unidades de vivienda requeridas en la Ciudad de Pasto³⁷, adicionalmente, la expectativa planteada por Fedesarrollo en relación a la tendencia que presenta a nivel nacional el crecimiento del PIB del sector de la construcción nos demuestra un crecimiento proyectado del 5,3% para el año 2014³⁸.

Sin embargo es importante tener en cuenta que dicha demanda trae consigo un incremento de la competencia lo cual infiere que la empresa no debe perder de vista aspectos que lo mantengan competitiva en el mercado en el que se desarrolla especialmente en el precio dado que el mercado ofrece diferentes alternativa muy atractivas en donde el precio es un factor determinante de decisión, el cual integra aspectos de gran relevación en la planeación financiera y estratégica tales como manejo de proveedores, diseños y estructuras, materiales e insumos entre otros.

Oportunidades y amenazas: actualmente el ámbito Colombiano proyecta un horizonte positivo, a nivel económico y político con el TLC, la recuperación de confianza de inversión externa, las conversaciones con los grupos al margen de la ley a favor de la paz, y en general un crecimiento moderado pero estable de la economía, representa una gran oportunidad para el sector, mas aun cuando la construcción es y se proyecta como una de las “locomotoras” del desarrollo del país, hacia lo cual se han direccionado diferentes políticas que permiten la adquisición de vivienda a la a la mayoría de la población del país, sin embargo es

³⁷ CAMACOL, Regional Nariño. Estudio de Demanda de Vivienda año 2011. Área Urbana y Rural del Municipio de Pasto.

³⁸ CENAC, Boletín Estadístico Contexto Sectorial. Bogotá D.C. Abril 2012. P 1. Disponible en: <http://www.cenac.org.co/index.shtml?apc=d1-2--&x=20152630>

de cuidado que esto no genere una “burbuja hipotecaria” similar a la vivida en su momento en los Estados Unidos a lo cual analistas del Banco de la Republica han expresado su negativa por cuanto se ha tenido muy monitoreado el nivel de endeudamiento de la población colombiana y la capacidad del sector bancario de cubrir la necesidad de crédito para vivienda, cumpliendo correctamente con su tarea de control de la tasa de interés y la inflación del país, sin embargo la incertidumbre en este aspecto es una de las amenazas mas latentes para el sector de la construcción.

3.2. PLAN DE NEGOCIO A 5 AÑOS

Se proyecta desarrollar las siguientes pautas:

- Capitalizarse
- Adquirir financiación con bancos comerciales para la ejecución de nuevos proyectos
- Sostener el crecimiento de las ventas a través de la ejecución de nuevos proyectos
- Controlar aspectos claves que permitan mantener competitivas en los precios.
- Incrementar y sostener el margen operacional y neto
- Generar valor para los accionistas.

3.3. SUPUESTOS DE PROYECCIÓN

De acuerdo a las expectativas de los inversionistas, y de la información obtenida sobre las obras a ejecutarse se realizaran las proyecciones en base a los siguientes supuestos:

Ventas. Teniendo en cuenta que la empresa no presenta información histórica, la proyección de venta se realizara de acuerdo a lo que la empresa ha proyectado en ejecución de obras en los años 2012 y 2013 en cuyo plazo se espera un posicionamiento en el mercado de la Ciudad de Pasto a partir del cumplimiento de su objeto social, para los años 2014 a 2017 teniendo en cuenta que se prevé la ejecución de proyectos adicionales pero que aun no están presupuestados, se trabajara con una tasa de crecimiento a partir del comportamiento proyectado del PIB del sector, del crecimiento poblacional carente de vivienda, la inflación y en generar de información macroeconómica que induzca el crecimiento de la empresa.

Es importante aclarar que de acuerdo a lo anterior no se trabajara la proyección de ventas en unidades de vivienda por cuanto no se posee información homogénea

que permita realizar dichas proyecciones y por cuanto los proyectos de construcción tienen características diferentes en cuanto a su estructura, tiempo de ejecución, precio de venta, unidades de vivienda, costos, entre otros aspectos, que dificultarías realizar una proyección certera, por esta razón será mucho más acertado realizar un acercamiento a partir del crecimiento de las ventas en términos monetarios.

De esta manera se tendrá en cuenta las siguientes premisas:

- Para finales del año 2012, se espera la venta del total del proyecto de Torre Bolívar I por cuanto el compromiso adquirido con los clientes fue el de entregar el proyecto totalmente terminado para noviembre de dicho año, esto representa un ingreso del 90% del proyecto que corresponde a 6.345.195.718 aproximadamente mas una estimación de venta del 10% del proyecto Torre Bolívar II correspondiente a 405.300.000
- Para el año 2013 se espera la venta del 90% restante del proyecto torres Bolívar II logrando ingresos de 3.647.700.000 más la ejecución de otros proyectos de construcción con el fin de obtener unos ingresos superiores al 2012.
- Para el 2014 en adelante, la ejecución de proyectos no se encuentran presupuestado, sin embargo se estimara que teniendo en cuenta condiciones favorables del mercado, la empresa desarrollara proyectos de construcción de vivienda exitosos en el mercado, por lo cual la expectativa de crecimiento de la empresa es del 20% de las ventas obtenidas en los años anteriores.
- Este porcentaje de crecimiento estima la realización de grandes proyectos de construcción dirigido a cubrir necesidades del estrato 2 al 4 por cuanto se pretende la ejecución de diferentes clases de obras, así por ejemplo se tienen unidades residenciales de pocos apartamentos pero cuya área amerita un alto precio, o proyectos de Vivienda de Interés Social que implica la construcción de gran cantidad de unidades de vivienda pero cuyo valor es menor, sin embargo estas dos alternativas representa altos ingresos para la empresa y cuya demanda está siendo estimulada en el mercado por las facilidades que actualmente el Estado y las entidades financieras ofrecen a las familias carentes de vivienda.

Costos Operacionales. Los costos operacionales de una obra de construcción están adscritos a cada proyecto según sus características específicas, lo cual implica que la proyección de dichos costos esté a cargo generalmente por el ingeniero designado. Así en Rivas Mora Construcciones el Director de Obra realizo la siguiente proyección de costos directos e indirectos para el proyecto estrella de la empresa:

CUADRO 13. COSTOS DIRECTOS

PROYECTO TORRE BOLÍVAR I		
COSTOS DIRECTOS		
ÍTEM	DESCRIPCIÓN	VR. PARCIAL
1	PRELIMINARES	36.058.817,46
2	CIMENTOS	305.038.997,80
3	CAJILLAS Y DESAGÜES	7.026.618,78
4	ESTRUCTURA	1.251.944.642,97
5	MAMPOSTERÍA Y PAÑETES	393.940.692,57
6	CUBIERTA	17.811.360,00
7	CIELO RASO	125.397.552,00
8	PISOS Y BASES	45.190.958,40
9	INSTALACIONES HIDRÁULICAS	65.134.032,80
10	INSTALACIÓN HIDRÁULICA	140.488.606,76
11	INSTALACIONES CONTRA INCENDIOS	71.791.000,00
12	INSTALACIÓN ELÉCTRICA	146.723.963,02
13	CACOFONÍA E INSTALACIONES TV	39.291.196,00
14	ENCHAPES PARED Y PISO	238.709.705,52
15	ESTUCOS Y PINTURAS	81.587.627,02
16	APARATOS SANITARIOS	32.221.617,92
17	CARPINTERÍA METÁLICA	43.749.229,00
18	CARPINTERÍA EN ALUMINIO	111.135.200,00
19	CARPINTERÍA EN MADERA	303.100.000,00
20	EQUIPOS ESPECIALES	195.000.000,00
21	EQUIPOS ESPECIALES Y DE COCINA	17.702.048,64
22	VIDRIOS	27.613.000,00
23	ASEO Y TRANSPORTES	15.040.000,00
24	SEGURIDAD INDUSTRIAL	35.000.000,00
COSTO DIRECTO		3.746.696.866,66

Fuente: Esta investigación.

Es importante considerar que estos costos directos incluyen la mano de obra, materia prima e insumos requeridos para la construcción de 64 apartamentos que conformar Torre Bolívar I.

En cuanto a los costos indirectos se tiene:

CUADRO 14. COSTOS INDIRECTOS

PROYECTO TORRE BOLÍVAR I		
COSTOS INDIRECTOS		
1	TOTAL ESTUDIOS Y DISEÑOS	48.000.000,00
2	TOTAL LICENCIAS, DERECHOS E IMPUESTOS	110.000.000,00
3	TOTAL SEGUROS Y GARANTÍAS	536.880.000,00
4	TOTAL GASTOS PLANTA DE PERSONAL	99.864.000,00
5	TOTAL GASTOS GENERALES	90.800.000,00
TOTAL COSTOS INDIRECTOS		885.544.000,00

Fuente: Esta investigación.

Estos presupuestos permiten determinar que en un proyecto similar como lo es Torre Bolívar II, se puede realizar una proyección de costos teniendo en cuenta que estos representan el 66% del total del valor de ingresos esperado por su venta, lo cual permitirá hacer un acercamiento de los costos para el año 2013, sin embargo es general que en una empresa de construcción el registro de dichos costos en el periodo contable es diferente, por cuanto su periodo de ejecución supera los 360 días, así para la proyección de los estados financieros, se puede tomar como base el comportamiento de los costos operacionales obtenidos por una empresa homogénea, para el caso se tomara la información de de los últimos 5 años de Nuevo Horizonte SAS. (Ver anexo 1), empresa nariñense perteneciente al sector de la construcción en la ciudad de Pasto:

CUADRO 15. RELACIÓN INGRESOS - COSTOS NUEVO HORIZONTE SAS

NUEVO HORIZONTE SAS					
AÑO	2007	2008	2009	2010	2011
Ingresos	3.861.425.038	4.832.355.020	8.119.673.832	17.511.582.180	12.297.565.252
Costos	3.591.844.330	4.347.309.170	7.094.831.922	16.403.165.724	10.923.112.728
Participación	93%	90%	87%	94%	89%

Fuente: Esta investigación.

De esta información se puede observar que es general que los costos registrados representen en promedio el 90% de los ingresos obtenidos en el periodo contable, sin embargo gracias a las oportunidades que se registran en materia de compra de insumos y suministros de la construcción por el TLC, se espera que para la proyección de costos de Rivas Mora Construcciones se tomara el 80% de las ventas teniendo en cuenta que para parte del año 2013 y del año 2014 a 2017 aun no se cuenta con información certera de proyectos a ejecutarse que permitan tener una mayor aproximación.

Gastos de administración y venta. De la misma manera que los costos operacionales, se puede considerar información de Nuevo Horizonte SAS, para la aproximación de este rubro en Rivas Mora Construcciones SAS, así se obtuvo la siguiente información:

CUADRO 16. RELACIÓN INGRESOS – GASTOS NUEVO HORIZONTE SAS

NUEVO HORIZONTE SAS					
AÑO	2007	2008	2009	2010	2011
Ingresos	3.861.425.038	4.832.355.020	8.119.673.832	17.511.582.180	12.297.565.252
Gastos Admón. Venta	91.869.834	199.756.437	170.423.959	502.668.093	371.999.861
Participación	2%	4%	2%	3%	3%

Fuente: Esta investigación.

Esta información histórica permite determinar que en promedio los Gastos de administración y venta corresponden al 3% de los ingresos recibidos por la empresa.

Gastos no operacionales: Finalmente, para los gastos no operacionales se realizara una proyección de los gastos financieros generados por la financiación obtenida en bancos comerciales para la terminación del proyecto Torre Bolívar I y II, para lo cual la empresa realizara solicitudes de crédito constructor al Banco Davivienda a una tasa del 8,76%EA así:

CUADRO 17. GASTOS FINANCIEROS

DEUDA INICIAL	2012	2013	2014	2015	2016
3,375,247,859	4,050,297,430	3,870,695,134	3,888,285,533	4,275,051,879	5,092,464,422
INTERÉS 8,76%	295,671,712	354,806,054	425,767,265	510,920,719	613,104,862

Fuente: Esta investigación.

Cuentas por cobrar: como se menciona anteriormente, el rubro de deudores, tiene como principal parámetro de comportamiento el tiempo de ejecución de un proyecto que generalmente supera el periodo contable, de ahí que las cuenta por cobrar a clientes sea una cuenta muy representativa del balance y cuyo comportamiento es estable, así realizando un análisis del primer resultado obtenido por Rivas Mora Construcciones se puede determinar que el 46% de los ingresos recibidos en ese periodo, correspondientes a las ventas efectivas realizadas por la empresa a través de la firma de promesas de compraventa y que hacen parte de la cuenta por cobrar a clientes.

Sin embargo, es importante tener en cuenta que este rubro es dependiente de factores externos a la empresa por cuanto está sujeto por ejemplo a la capacidad de los clientes de realizar abonos extraordinarios o cancelar una cuota inicial mayor a la exigida, lo cual puede influir en la participación de este rubro sin un comportamiento homogéneo, por tales motivos se considerara para la empresa teniendo en cuenta el tiempo de ejecución de los proyectos y el porcentaje mínimo exigido para la negociación de una unidad de vivienda, que el 55% de las ventas corresponderá a las cuentas por cobrar a clientes, considerado como un porcentaje adecuado y consistente al comportamiento normal de este tipo de empresas.

Anticipos: esta cuenta representa los anticipos realizados a proveedores y contratistas por lo cual se considerará como un porcentaje de participación de los costos de operación, así, de acuerdo a las expectativas del ejercicio, se espera un 12% de los costos operacionales como anticipos de cada periodo.

Inventarios: este rubro es la representación de las obras en curso que la empresa ejecuta en el periodo contable, por lo cual como se observó en el análisis inicial, es una de las cuentas más representativas del activo, así para el año 2012 se espera incluir en el inventario la construcción en curso de Torre Bolívar II la cual se encontraría avaluada en 5 mil millones de pesos teniendo en cuenta que a esa fecha el proyecto estaría en una etapa avanzada.

Adicionalmente se tendrá en cuenta, el crecimiento que se espera de la empresa con la ejecución de otros proyectos de construcción, por lo cual dicho inventario tendrá un comportamiento creciente para los años 2013 en adelante, en promedio de un 15% en concordancia con los ingresos.

Propiedad planta y equipo. En cuanto a este rubro la empresa no planea realizar grandes inversiones adicionales por cuanto su actividad no lo requiere, sin embargo se considerará un crecimiento con el fin de estimar por ejemplo la contabilización de terrenos que a corte del periodo no se encuentren en ejecución o la expansión de la empresa requiriendo inmuebles y equipos que harán parte de sus activos fijos incluyendo su reposición, así se presupuesta un crecimiento del 10% de la propiedad planta y equipo registrada por Rivas Mora Construcciones SAS a 31 de diciembre de 2011.

En cuanto a la depreciación de edificaciones, maquinaria y equipo y equipo de computación y comunicación, se realizara su depreciación contable bajo el método de línea recta, así se obtiene el siguiente comportamiento:

CUADRO 18. DEPRECIACIÓN DE PPYE

AÑO	2.012	2.013	2.014	2.015	2016
Edificios	79.800.000	75.600.000	71.400.000	67.200.000	63.000.000
Depreciación	4.200.000	4.200.000	4.200.000	4.200.000	4.200.000
Maquinaria y equipos	3.888.000	3.456.000	3.024.000	2.592.000	2.160.000
Depreciación	432.000	432.000	432.000	432.000	432.000
Equipo computación comunicación	3.142.444	2.356.833	1.571.222	785.611	-
Depreciación	785.611	785.611	785.611	785.611	785.611
Total depreciación	6.020.643	11.438.254	16.855.865	22.273.476	27.691.087

Fuente: Esta investigación.

Gastos pagados por anticipado. Los gastos pagados por anticipado se consideraran a partir de los gastos de administración y venta correspondiente a cada periodo, así de acuerdo a la información suministrada se espera que el 30% de estos gastos sean registrados como parte del activo.

Valorizaciones. Las valorizaciones más representativas corresponde al superávit generado en el avalúo de las obras en construcción, así realizando un análisis de de la valorización obtenida para la empresa a 31 de diciembre de 2011, se determina que las valorizaciones representa aproximadamente del 40% del valor avaluado en el inventario lo cual servirá de parámetro de comportamiento de este rubro para los próximos años.

Proveedores. Observando el comportamiento de los proveedores frente a los costos de materia prima registrado por la empresa a 31 de diciembre de 2012 se obtiene que el 18% de dichos costos representan las cuentas por pagar a proveedores en ese periodo, adicionalmente el comportamiento de la empresa Nuevo Horizonte SAS, nos muestra un comportamiento promedio del 10% lo cual permite inferir que para la proyección de los año 2012 a 2017, dentro de un escenario estable, las cuentas por pagar a proveedores representaran un 15% de los costos de materia prima que sugieren ser el 70% del total de costos operacionales estimados para la empresa.

CUADRO 19. RELACIÓN COSTOS – PROVEEDORES NUEVO HORIZONTE SAS

NUEVO HORIZONTE SAS					
AÑO	2007	2008	2009	2010	2011
Costos operacionales	3.591.844.330	4.347.309.170	7.094.831.922	16.403.165.724	10.923.112.728
Costos materia prima (70%)	2.514.291.031	3.043.116.419	4.966.382.345	11.482.216.007	7.646.178.910
Proveedores	302.754.988	288.400.920	422.657.196	249.256.087	836.174.722
Participación	12%	9%	9%	10%	11%

Fuente: Esta investigación.

Anticipos y avances. Dentro de los pasivos más representativos esta los denominados otros pasivos los cuales están representados por los anticipos y avances realizados por los clientes en el pago de la cuota inicial o abonos extraordinarios realizados en el periodo contable, así si se tiene en cuenta que el 55% de los ingresos se estimas como cuentas por cobrar, entonces se estima que el 45% restante representara lo que la empresa ha logrado recaudar de las ventas realizadas. Adicionalmente este pasivo tiene las dos connotaciones en su exigibilidad de corto y largo plazo de acuerdo al proceso de construcción lo cual para la proyección se tendrá en cuenta como se manifiesta en el primer resultado, que el 70% se consideraran como pasivos no corrientes y el 30% restante como corriente.

Cuentas por pagar. Se estimara para este rubro un porcentaje del 10% de los costos operacionales de la empresa como cuentas pendientes por pagar a corte del periodo contable a contratistas, MOD o proveedores de servicios como parte de la operación normal en la actividad desempeñada por Rivas Mora Construcciones SAS.

Obligaciones laborales. En cuanto a las obligaciones laborales correspondientes a la nomina de la empresa se considerará un 20% de los gastos de administración y ventas de la empresa con el fin de estimar el pago de parafiscales y sueldos pendientes por cancelar a 31 de diciembre de cada año.

Pasivos estimados y provisiones: de acuerdo a la información suministrada por la empresa, en este rubro se registra especialmente estimaciones sobre retención en la fuente y demás gastos en impuestos que la empresa asume en su operación además del impuesto a la renta normal, así se estimara un 20% de la utilidad neta obtenida para cubrir dicha provisión.

Obligaciones financieras. Como se ha mencionado a lo largo de este trabajo, la empresa espera realizar un apalancamiento financiero en el corto y largo plazo para la financiación de los proyectos de construcción, así se espera para mediados el año 2012 una deuda de 4 mil millones de pesos cuyo tiempo de amortización será de 13 meses como es habitual en los créditos constructor tradicional, los cuales ofrecen un máximo de plazo de 18 meses, adicionalmente para el 2013, posterior a la cancelación de el crédito en mención, se hará un nuevo requerimiento por 3 mil millones de pesos para la financiación de Torre Bolívar II lo cual nos permite proyectar que la obligaciones financieras tendrán a lo largo de los años una participación importante dentro del balance.

Adicionalmente, para la definición de las obligaciones financieras proyectadas para Rivas Mora Construcciones SAS, se puede observar como referencia el comportamiento de Nuevo Horizonte SAS., en sus últimos 5 años:

CUADRO 20. RELACIÓN INGRESOS – PASIVO FINANCIERO NUEVO HORIZONTE SAS

NUEVO HORIZONTE SAS					
AÑO	2007	2008	2009	2010	2011
Pasivo financiero Corto Plazo	65.059.355	190.102.716	457.270.602	556.065.820	670.811.845
Pasivo financiero Largo Plazo	2.076.761.475	2.896.685.358	7.268.236.000	4.589.268.446	6.008.112.876
Pasivo financiero Total	2.141.820.830	3.086.788.074	7.725.506.602	5.145.334.266	6.678.924.721
Participación CP	3%	6%	6%	11%	10%
Ingresos	3.861.425.038	4.832.355.020	8.119.673.832	17.511.582.180	12.297.565.252
Participación Pasivo Financiero	55%	64%	95%	29%	54%

Fuente: Esta investigación

De esta manera, se puede definir una financiación variable en bancos comerciales, dadas las necesidades de la empresa, así para el primer año (2012) dado que la empresa no cuenta con el total del capital requerido, su financiación será del 60% de los ingresos recibidos por venta de los cuales el 7% corresponderá a las obligaciones financieras de corto plazo y el 93% restante a las de largo plazo considerando que el periodo de amortización de la deuda supera el del periodo contable, y además que parte del portafolio de productos ofrecidos por el banco a satisfacción de las necesidades de la empresa de acuerdo a su actividad económica, será la de un sobregiro bancario que hará parte de los pasivos corrientes de la empresa.

Para los años siguientes se considera una disminución del 10% de la financiación en bancos comerciales, inicialmente por la inyección de capital a realizarse por parte de los inversionistas y por el crecimiento que proyecta la empresa que permitirá apalancarse en su operación, sin embargo el mínimo de financiación será del 40% por lo cual a partir del 2014 será constante por cuanto la empresa pese a mejorar su apalancamiento, espera un gran crecimiento que requerirá mayor capital que no será aportado por sus accionistas.

Capital social. De acuerdo a las expectativas de crecimiento que tiene la empresa Rivas Mora Construcciones SAS, se proyecta que el capital social que a 31 de diciembre de 2011 es de \$500.000.000, se incremente a \$1.000.000.000 para un total de 2.000 acciones repartidas en partes iguales entre los dos accionistas principales de la empresa, dicho capital se mantendrá a partir del año 2012 constante estableciendo que no habrá más inyección de capital ni ingreso de nuevos accionistas a la empresa durante los próximos 4 años.

De acuerdo a los supuestos anteriormente definidos por la empresa para su planeación financiera de los próximos 5 años se obtiene los siguientes resultados:

CUADRO 21. BALANCE GENERAL PROYECTADO

RIVAS MORA CONSTRUCCIONES SAS					
BALANCE GENERAL 2012-2016					
AÑO	2012	2013	2014	2015	2016
ACTIVOS					
Disponible	523,571,938	285,851,881	371,819,551	921,265,403	1,994,433,347
Cientes	3,712,772,645	4,455,327,174	5,346,392,609	6,415,671,130	7,698,805,356
anticipos	648,047,589	777,657,107	933,188,528	1,119,826,234	1,343,791,480
total deudores	4,360,820,234	5,232,984,281	6,279,581,137	7,535,497,364	9,042,596,837
Inventarios	5,000,000,000	5,750,000,000	6,612,500,000	7,604,375,000	8,745,031,250
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	9,884,392,172	11,268,836,162	13,263,900,687	16,061,137,767	19,782,061,433
Ppye	266,472,861	293,120,147	322,432,161	354,675,377	390,142,915
-Depreciación acumulada	(6,020,643)	(11,438,254)	(16,855,865)	(22,273,476)	(27,691,087)
total PPYE	260,452,218	281,681,893	305,576,296	332,401,901	362,451,828
Gastos pagados por anticipado	60,754,461	72,905,354	87,486,425	104,983,709	125,980,451
Intangibles					
otros activos	60,754,461	72,905,354	87,486,425	104,983,709	125,980,451
Valorización propiedad planta y equipo	2,000,000,000	2,300,000,000	2,645,000,000	3,041,750,000	3,498,012,500
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	2,321,206,679	2,654,587,246	3,038,062,721	3,479,135,611	3,986,444,779
TOTAL ACTIVOS	12,205,598,851	13,923,423,408	16,301,963,408	19,540,273,378	23,768,506,213

PASIVOS					
Obligaciones financieras CP	283,520,820	270,948,659	272,179,987	299,253,632	356,472,510
proveedores nacionales	567,041,640	680,449,968	816,539,962	979,847,954	1,175,817,545
Anticipos y avances CP	911,316,922	1,093,580,306	1,312,296,368	1,574,755,641	1,889,706,769
impuestos por pagar	279,343,333	335,569,562	431,650,179	540,208,085	659,907,135
cuentas por pagar	540,039,657	648,047,589	777,657,107	933,188,528	1,119,826,234
obligaciones laborales	40,502,974	48,603,569	58,324,283	69,989,140	83,986,968
pasivos estimados y provisiones	113,430,323	136,261,580	175,276,133	219,357,223	267,962,291
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	2,735,195,670	3,213,461,234	3,843,924,020	4,616,600,203	5,553,679,452
Obligaciones financieras LP	3,766,776,611	3,599,746,476	3,616,105,546	3,975,798,248	4,735,991,913
Anticipos y avances LP	2,126,406,151	2,551,687,381	3,062,024,858	3,674,429,829	4,409,315,795
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	5,893,182,762	6,151,433,857	6,678,130,404	7,650,228,077	9,145,307,708
TOTAL PASIVO	8,628,378,432	9,364,895,091	10,522,054,424	12,266,828,280	14,698,987,159
PATRIMONIO					
Capital social	1,000,000,000	1,000,000,000	1,000,000,000	1,000,000,000	1,000,000,000
Resultados de ejercicios anteriores	10,068,803	77,220,419	1,258,528,317	2,134,908,985	3,231,695,097
Resultado del ejercicio	567,151,616	681,307,899	876,380,667	1,096,786,113	1,339,811,456
Superávit por valorizaciones	2,000,000,000	2,300,000,000	2,645,000,000	3,041,750,000	3,498,012,500
TOTAL PATRIMONIO	3,577,220,419	4,558,528,317	5,779,908,985	7,273,445,097	9,069,519,053
Total P+P	12,205,598,851	13,923,423,408	16,301,963,408	19,540,273,378	23,768,506,213

Fuente: Esta investigación

CUADRO 22. ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO

RIVAS MORA CONSTRUCCIONES SAS					
ESTADO DE RESULTADOS 2012-2016					
AÑO	2012	2013	2014	2015	2016
Ventas	6,750,495,718	8,100,594,862	9,720,713,834	11,664,856,601	13,997,827,921
Costo operacionales	5,400,396,574	6,480,475,889	7,776,571,067	9,331,885,281	11,198,262,337
Utilidad Bruta	1,350,099,144	1,620,118,972	1,944,142,767	2,332,971,320	2,799,565,584
Gastos de Admón. y venta	202,514,872	243,017,846	291,621,415	349,945,698	419,934,838
Depreciación	5,417,611	5,417,611	5,417,611	5,417,611	5,417,611
Utilidad Operacional	1,142,166,661	1,371,683,515	1,647,103,741	1,977,608,011	2,374,213,136
ingresos no operacionales					
gastos no operacionales	295,671,712	354,806,055	339,072,894	340,613,813	374,494,545
Utilidad antes de Tx	846,494,949	1,016,877,461	1,308,030,847	1,636,994,198	1,999,718,591
Impuestos	279,343,333	335,569,562	431,650,179	540,208,085	659,907,135
Utilidad Neta	567,151,616	681,307,899	876,380,667	1,096,786,113	1,339,811,456

Fuente: Esta investigación

A partir de estos resultados se procede a calcular el FCL generado por la empresa:

CUADRO 23. FLUJO DE CAJA PROYECTADO

RIVAS MORA CONSTRUCCIONES SAS					
FLUJO DE CAJA LIBRE 2012-2016					
AÑO	2012	2013	2014	2015	2016
UTILIDAD OPERACIONAL	1,142,166,661	1,371,683,515	1,647,103,740	1,977,608,011	2,374,213,135
(-) IMPUESTOS SOBRE UO	76,914,998	452,655,560	543,544,234	652,610,643	783,490,334
UODI	65,251,662	919,027,955	1,103,559,506	1,324,997,367	1,590,722,800
(+) DEPRECIACIÓN, AMORTIZACIONES Y PROVISIONES	5,667,611	5,417,611	5,417,611	5,417,611	5,417,611
(-) INVERSIÓN ADICIONAL EN KTNO	4,642,730,362	718,195,984	784,108,992	907,281,001	1,054,006,128
(-) INVERSIÓN EN REPOSICIÓN DE ACTIVOS FIJOS	24,224,805	26,647,286	29,312,014	32,243,216	35,467,537
FCL	(3,896,035,894)	179,602,295	295,556,109	390,890,760	506,666,746

Fuente: Esta investigación

Estos flujos de caja resultantes serán la herramienta requerida para el cálculo de la valoración de empresa objeto de esta investigación que se verá en el siguiente capítulo.

4. MVA– EL VALOR ACTUAL DE MERCADO DE RIVAS MORA CONSTRUCCIONES SAS

Como se ha venido mencionando desde el inicio de esta investigación, el objetivo de este estudio es encontrar el valor de la empresa Rivas Mora Construcciones y a partir de el determinar si a largo plazo construye o destruye valor, para tal fin, se ha considerado el método más conocido de valoración de empresa: “flujo de caja descontado” el cual como se estudio en el marco teórico concite en traer a valor presente los flujos de caja libre generados por la empresa, a una tasa de descuento considerada como la idónea para tal fin, dicho concepto ha sido muy discutido en el tema de valoración de empresa, sin embargo la tasa más reconocida para este propósito es el “Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPC)” o también conocido como Weighted Average Cost of Capital (WACC).

A continuación se realizara paso a paso, el cálculo del WACC para Rivas Mora construcciones SAS de acuerdo a la metodología descrita por Oscar León García en su libro “Valoración de empresas, Gerencia del valor y EVA” como la mejor alternativa para las empresas de economías emergentes que no cotizan en bolsa³⁹.

El cálculo del costo de capital incluye 3 elementos, la estructura financiera, el costo de la deuda y el costo del patrimonio. De acuerdo a las proyecciones realizadas vistas en el capítulo anterior, se obtiene la siguiente estructura así:

CUADRO 24. ESTRUCTURA FINANCIERA

ESTRUCTURA FINANCIERA					
AÑO	2012	2013	2014	2015	2016
DEUDA	53.10%	45.92%	40.22%	37.02%	35.96%
PATRIMONIO	46.90%	54.08%	59.78%	62.98%	64.04%

Fuente: Esta investigación

En relación al costo de la deuda, de acuerdo a la información suministrada por la empresa, la tasa conciliada para la adquisición de las deudas que financiaran los proyectos de construcción será del 8,76% EA, la cual se considerara estable en los años proyectados con el fin de no especular el comportamiento del mercado.

³⁹ GARCÍA, Serna. Oscar León. Valoración de empresas, gerencia el valor y EVA. Prensa Moderna Impresores S.A. Cali 2003. Capítulo 9. P 247-272

Respecto al costo del patrimonio, es el aspecto de mayor complejidad que requiere de acuerdo a la metodología estudiada un modelo específico para su cálculo, así el modelo más utilizado de acuerdo a Oscar León García es el CAPM (Capital Assets Pricing Model) el cual se calcula a través del método de beta apalancado el cual pretende integrar adicional a la rentabilidad mínima considerada como la tasa libre de riesgo (R_f), un premio por el riesgo asumiendo de mercado ($R_m - R_f$) por la inversión realizada y un multiplicador que asocie la volatilidad de la rentabilidad de una acción con la del mercado, así se obtiene la siguiente ecuación:

$$K_e = R_f + (R_m - R_f)\beta_l$$

Sin embargo este beta corresponde a acciones que se transan en bolsa calculadas por diferentes agentes de mercado lo cual limita su uso para empresa de economías con mercados de valores pequeñas y poco bursátiles, pero el modelo de CAPM permite adaptar su fórmula a las empresas que no transan sus acciones en el mercado, resolviendo la “fórmula Hamada” concepto creado para determinar el Beta Apalancado de una empresa a partir de su Beta Operativo y la relación de apalancamiento así:

$$B_l = B_u[1 + (1 - t)D/P]$$

El Beta operativo hace referencia al riesgo de la empresa en ausencia de deuda, sin embargo desafortunadamente para economías como la Colombiana, no existe información relacionada al beta operativo que asume la empresa en su actividad por lo cual autores como Oscar León García sugiere como alternativa, aceptada en la práctica de valoración de empresa, usar información de economías menos imperfectas, la más utilizada es la de Estados Unidos, con lo cual se pretende realizar el cálculo del beta apalancado y ajustar su resultado con lo que se denomina riesgo país, con el fin de reflejar el riesgo adicional que la alternativa que implica por el hecho de ejecutarse en otro país y no es EE UU, finalmente es necesario convertirlo a moneda local a través de la inflación esperada de largo plazo considerada como un escenario menos volátil y por tanto más predecible⁴⁰.

En relación al beta operativo para empresas del sector de la construcción en EE UU, el profesor Aswath Damodaran, en su página de internet, registra información donde la beta desapalancada de esta actividad es de 1,02 cifra actualizada a enero de 2012⁴¹ así, se obtiene las siguientes betas apalancadas de acuerdo a la relación deuda patrimonio de cada año:

⁴⁰ *Ibíd.*, GARCÍA. p 262

⁴¹ DAMODARAN, Aswath. Betas by Sector. Disponible en: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>

CUADRO 25. PROYECCIÓN BETA APALANCADO

	2012	2013	2014	2015	2016
Bu	1.02	1.02	1.02	1.02	1.02
T	33%	33%	33%	33%	33%
RELACIÓN D/P	113%	85%	67%	59%	56%
BI	1.79	1.60	1.48	1.42	1.40

Fuente: Esta investigación

Para la tasa libre de riesgo se considerará información registrada sobre la rentabilidad de los bonos del Tesoro de EE UU con vencimiento a 30 años la cual a septiembre de 2012 es de 2,82 cifra actualizada el 5 octubre de 2012⁴²

Finalmente el premio al riesgo de mercado también puede extraerse de la página de internet de Damodaran donde se registra una tasa de 3,36% correspondiente a los últimos 50 años (1962-2011), sin embargo, como se menciono anteriormente es necesario considerar además el riesgo adicional que debe asumir la inversión en el país donde se ejecutara, esto a través de la denominada “prima riesgo país”, así Damodaran estima para Colombia una prima del 3%⁴³ a enero de 2012 de esta manera se resuelve la siguiente ecuación:

$$Ke = Rf + (Rm - Rf)BI + RP$$

Y se obtiene el siguiente costo del patrimonio:

CUADRO 26. COSTO DEL PATRIMONIO

	2012	2013	2014	2015	2016
BI	2.21	2.25	2.28	2.31	2.34
Rf	2.82%	2.82%	2.82%	2.82%	2.82%
Rm-Rf	3.36%	3.36%	3.36%	3.36%	3.36%
RP	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
Ke	11.85%	11.20%	10.79%	10.60%	10.54%

Fuente: Esta investigación

⁴² PORTAFOLIO PERSONAL. Inversiones On Line. Bonos del Tesoro de Estados Unidos - TNA (Tasa Nominal Anual). Disponible en: https://www.portfoliopersonal.com/Tasa_Interes/hTB_TIR.asp

⁴³ DAMODARAN, Aswath. Country Default Spreads and Risk Premiums. Disponible en: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

Pero este resultado a pesar de tener en cuenta el riesgo país aun esta expresado en dólares por la utilización de la información de EE UU así de acuerdo a la sugerencia del autor Oscar León García, es necesario expresar este costo en moneda nacional para lo cual se recomienda realizarlo vía inflación esperada a largo plazo, el cual consiste en obtener primero el CK en términos constantes o reales para luego aplicarle la inflación domestica esperada de largo plazo a través de la aplicación de la siguiente fórmula:

$$\text{Ke términos constantes} = (1 + \text{Ke en términos corrientes}) / (1 + \text{inflación EEUU})$$

Considerando el costo de capital obtenido y una inflación esperada de largo plazo para Estados Unidos del 2,5% se obtiene los siguientes resultados:

CUADRO 27. COSTO PATRIMONIO EN TÉRMINOS CONSTANTES

	2012	2013	2014	2015	2016
Ke Corrientes EEUU	11.85%	11.20%	10.79%	10.60%	10.54%
Inflación EEUU	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
Ke constantes EEUU	9.12%	8.48%	8.09%	7.90%	7.84%

Fuente: Esta investigación

En términos constantes, el costo de capital en pesos o en dólares es el mismo por lo cual para finalmente determinarlo en pesos corrientes solo es necesario reconfigurar la ecuación y usar los datos de inflación esperado para Colombia cuya meta de inflación del largo plazo según el banco de la republica es del 3%⁴⁴, así tenemos la siguiente ecuación y sus respectivos resultados:

$$\text{Ke pesos corrientes} = (1 + \text{Ke Constantes}) (1 + \text{inflación Colombia}) - 1$$

CUADRO 28. COSTO PATRIMONIO EN PESOS CORRIENTES

	2012	2013	2014	2015	2016
Ke Constantes	9.12%	8.48%	8.09%	7.90%	7.84%
Inflación Colombia	3%	3%	3%	3%	3%
Ke corrientes Colombia	12.39%	11.74%	11.33%	11.14%	11.08%

Fuente: Esta investigación

⁴⁴ Banco de la Republica. Reporte de Estabilidad Financiera de septiembre de 2012. 10 de octubre de 2012 Disponible en: <http://www.banrep.org/sala-prensa/com2012.html>

Obtenido el costo del patrimonio se procede con el cálculo del costo promedio ponderado de capital con la siguiente fórmula:

$$WACC = D\% kd (1 - t) + E\% Ke$$

Así se lograra los siguientes costos de capital para Rivas Mora Construcciones esperado para el año correspondiente:

CUADRO 29. COSTO DEL CAPITAL

	2012	2013	2014	2015	2016
Deuda%	53,10%	45,92%	40,22%	37,02%	35,96%
Patrimonio%	46.90%	54.08%	59.78%	62.98%	64.04%
Kdt	5.87%	5.87%	5.87%	5.87%	5.87%
Ke	12.39%	11.74%	11.33%	11.14%	11.08%
WACC	8.93%	9.04%	9.14%	9.19%	9.20%

Fuente: Esta investigación

Obtenido el costo de capital de la empresa objeto de estudio podemos aplicar el método de valoración de empresa escogido para la empresa Rivas Mora Construcciones SAS, “Flujos de Caja Descontados” el cual de acuerdo a la metodología, consiste en traer a valor presente los flujos de caja generados por la empresa sin embargo se debe considerar que teniendo en cuenta que la empresa objeto de estudio se encuentra en marcha y se espera su continuidad, se hace necesario considerar lo que se denomina “periodo de relevación” y “periodo de perpetuidad”, así, se aplicara las siguientes formulas de valor presente:
Periodo de relevancia:

$$VPN = \sum_{n=1}^n \frac{FCL_n}{(1 + TD_n)}$$

Periodo de perpetuidad:

$$VC = FCL n + 1/CK - g$$

La variable g se calcula de la siguiente manera:

$$g = (1 + \text{inflación}) (1 + \Delta\text{PIB}) - 1$$

El VPN del valor de continuidad se obtiene así:

$$VPN \text{ de } VC = VC / (1 + CK)^n$$

$$VC \text{ EVA} = VC \text{ FCL} - AON$$

La variable g representa el crecimiento constante que espera la empresa a perpetuidad a partir del crecimiento del PIB y la inflación esperados a largo plazo, sin embargo para el presente estudio no se considerará dicha variable por cuanto puede resultar en una sobrevaloración de la empresa, a partir de considerar que la empresa obtendrá rentabilidades marginales superiores al costo de capital lo que significaría desenvolverse en un escenario irreal y a la vez ideal para cualquier empresa con una posición competitiva invulnerable por los competidores, así el valor de continuidad se calculara esperando obtener a perpetuidad rentabilidades por encima del costo de capital en algunos años y por debajo en otros así:

$$VC = FCL n + 1/CK$$

La sumatoria de estos valores presentes es lo que se el valor de la empresa o valor de operaciones así para Rivas Mora Construcciones obtenemos:

CUADRO 30. VALOR PRESENTE DE LA EMPRESA

RIVAS MORA CONSTRUCCIONES SAS	
VALOR DE EMPRESA DIC 2012 FCL DESCONTADO	
VP FLUJOS DE CAJA LIBRE	1,073,217,959
(+) VP VALOR DE CONTINUIDAD	6,259,737,041
VALOR DEL LAS OPERACIONES	7,332,955,000

Fuente: Esta investigación

Sin embargo existen otros métodos de valoración de empresa como se estudio en el marco teórico de este proyecto, uno de los más conocidos es el método EVA el cual consiste en descontar también al costo de capital, los EVA futuros generados por la empresa, el valor presente de estos mas los activo operaciones netos será a lo que se denomina valor de la empresa.

De la misma manera que en el método de flujo de caja descontados, deben tenerse en cuenta el periodo de perpetuidad en el cual también debe calcularse el EVA generado por la empresa, este consiste en restar al valor de continuidad por FCL, los activos operacionales del último año del periodo de relevancia así, tenemos el siguiente valor de continuidad del EVA:

CUADRO 31. VALOR DE CONTINUIDAD EVA

VC POR FCL	8,859,988,878.27
(-)AON 2016	8,669,537,629.12
VC POR EVA	190,451,249.15

Fuente: Esta investigación

Por su parte, la proyección de los EVA futuros consiste en multiplicar los activos netos de operación por la diferencia entre la rentabilidad de los activos netos RAN y el costo de capital, finalmente el valor presente de los valores obtenidos incluyendo el VC menos los AON, permiten obtener el valor de la empresa, así se obtiene la siguiente información:

CUADRO 32. VALOR DE OPERACIONES MÉTODO EVA

AÑO	2012	2013	2014	20151	2016
Activo neto inicial	442,408,354	5,103,945,911	5,843,371,571	6,651,374,967	7,585,481,574
Activo neto final	5,103,945,911	5,843,371,571	6,651,374,967	7,585,481,574	8,669,537,629
RAN	172.97%	18.01%	18.89%	19.92%	20.97%
WACC	9,78%	8,93%	9,04%	9,14%	9,19%
Diferencia	163,19%	9,08%	9,84%	10,79%	11,78%
EVA	721.983.625,21	463.314.844,13	575.097.120,55	717.378.715,33	893.880.268,68
Variación		(258.668.781,09)	111.782.276,42	142.281.594,78	176.501.553,36
VP EVA	2.229.009.089				
Valor de operación	7.332.955.000				

Fuente: Esta investigación

Como puede observarse, este método arroja el mismo resultado en cuanto al valor de empresa o de operación que el método de flujo de caja libre descontado lo cual permite confirmar la coherencia de los métodos en su aplicación considerando que el VP de los FCL es el excedente que la empresa genera para el servicio a sus obligaciones con bancos y accionistas luego de apoyar la operación de la empresa en los proveedores de bienes y servicios, que asumiendo la inversión inicial en AON nos resulta el VP de los EVA futuros el cual representa el remanente que la empresa ha generado en el uso de sus activos AON luego de asumir el CK invertido en ellos.

Sin embargo, el VC por el método EVA, se obtiene a partir de los resultados obtenidos en el método del FCL por tal razón esta investigación centro su estudio en dicho método por cuanto es la base para generar datos de análisis de valoración de empresa.

El valor presente de los EVA futuros se le conoce también como valor agregado de mercado o prima del negocio (MVA), la cual también puede ser calculada a partir del valor de empresa del FCL así:

CUADRO 33. VALOR ACTUAL DE MERCADO

MVA POR FCL		MVA POR EVA	
	2012		2012
VALOR EMPRESA	7,332,955,000	VP DEL VC EVA	134,557,137
FCL		(+) VP DE EVA	2,094,451,951
(-) AON	5,103,945,911	(=) MVA	2,229,009,088
(=) MVA	2,229,009,088		

Fuente: Esta investigación

El MVA es lo que en conclusión se denomina el VPN de la empresa por cuanto recoge el valor de las operaciones de la empresa menos el capital neto invertido para su logro. Este será otro de los grandes determinantes para descubrir si Rivas Mora Construcciones SAS genera valor a sus socios y accionistas.

Así, luego de la aplicación de estos métodos de valoración es importante considerar que cada resultado es un punto de análisis para diferentes niveles:

Flujo de caja libre. El flujo de caja y la relación de este con los ingresos muestra la eficiencia operacional total de la organización que permite evaluar la liquidez desde la perspectiva del largo plazo ya que da una idea de la caja que libera o demandaran los planes futuros de de Rivas Mora Construcciones SAS.

CUADRO 34. RELACIÓN INGRESOS - FLUJO DE CAJA LIBRE

AÑO	2012	2013	2014	2015	2016
FCL	(3,896,035,894)	179,602,295	295,556,109	390,890,760	506,666,746
Ventas	6,750,495,718	8,100,594,862	9,720,713,834	11,664,856,601	13,997,827,921
FCL/ventas	-552.78%	2.66%	3.65%	4.02%	4.34%

Fuente: Esta investigación

Es importante resaltar que el año 2011 no se tomara como parte del análisis de valoración de empresa por cuanto sus resultados recogen únicamente 4 meses de operación de ella por lo cual el periodo de relevancia se considerará desde el año 2012 al 2016.

Como puede observarse en el año 2012 el flujo de caja libre es negativo lo cual fue generado por la necesidad de capital de trabajo operativo requerido por la empresa para la ejecución de sus primeros proyectos de construcción sin embargo luego de los resultados obtenidos, a partir del año 2013 el capital de trabajo es

apalancado en los proveedores de bienes y servicios que permite a la empresa liberar caja. Pese al requerimiento cada vez mayor de capital de trabajo neto operativo, los resultados de la empresa logran solventar la necesidad haciendo que año tras año se libere mayor flujo de caja lo cual puede ser un indicador favorable de largo plazo como lo demuestra el resultado del periodo de perpetuidad, por cuanto debido a la actividad de Rivas Mora Construcciones SAS y de acuerdo a su expectativas de crecimiento, la empresa requerirá mayor disponibilidad de recursos para la ejecución de nuevos y cada vez mas grandes proyectos de construcción.

Así desde la perspectiva del flujo de caja libre, Rivas Mora Construcciones SAS tiene la capacidad de a futuro solventar su requerimiento de operación y a la vez proyectar posibles políticas de repartición de dividendos, si así se considera necesario, además que podrá disminuir su nivel de endeudamiento en bancos comerciales aunque en una proporción baja por la magnitud de la financiación requerida, por cuanto podrá apalancar su operación en proveedores de bienes y servicios que representan un menor costo para la empresa y una estructura de capital más equilibrada.

En estos resultados de flujo de caja libre está implícito una rentabilidad superior al costo de capital lo cual significa que Rivas Mora Construcciones SAS logra la liberación de mayor flujo de caja requerido para garantizar y prolongar el crecimiento de la empresa en el mercado, gracias a su eficiencia en el uso de de los activos operacionales netos, sin embargo este no es un determinante de si la empresa genera o no valor agregado a sus accionistas, por cuanto deben tenerse en cuenta aspectos adicionales y de mayor profundidad como son el EVA y el MVA que se analizaran más adelante.

Valor Económico Agregado – EVA. Pese a que la rentabilidad del activo de Rivas Mora Construcciones SAS es superior al costo de capital y que año tras año se mejora el flujo de caja libre resultante de la operación, como se mencionó anteriormente, es necesario considerar que el resultado derivado de esta situación se vea reflejado en un incremento del valor agregado, ganancia económica o ingreso residual mejor conocido como EVA.

El EVA representa el valor adicional generado por la empresa a partir de la UODI mínima esperada de acuerdo al costo de oportunidad de la empresa, así como se observa en los resultados (ver cuadro 30), la empresa genera un valor agregado importante y cada vez mayor año tras año lo cual representa la utilidad que la empresa produce después de considerar todos los costos financieros incluido el costo del dinero que los propietarios mantienen invertido en ella.

Es importante recalcar que el cálculo del EVA parte de considerar como capital empleado, los activos operacionales neto al inicio del periodo de valoración, ello por cuanto el objeto es calcular el excedente generado luego de asumir el costo

por el uso de los activos que posee la empresa para iniciar la operación del periodo evaluado, adicionalmente con el fin de generar consistencia en los resultados, el EVA parte de la UODI resultante del periodo, lo que condicionan al EVA como un indicador de corto plazo, por cuanto su incremento recoge el efecto de las decisiones tomadas en el periodo y que quedan reflejadas en los EF del mismo.

Esto en términos de valoración nos permite concluir que en el corto plazo, Rivas Mora Construcciones SAS con sus consideraciones iniciales de proyección, lograra año tras año un incremento de su Valor Económico Agregado a partir del 2013, lo cual no sucede en 2012 por cuanto la utilidad esperada en este año es mucho menor que la resultante por cuanto los activos operacionales iniciales de este periodo corresponden a los activos resultantes del año 2011 periodo de iniciación de la empresa donde aun no se realizaba una inversión total por el corto periodo de operación. Sin embargo es importante resaltar que el incremento del EVA es generado gracias a la UODI cada vez mayor generada por la empresa que soporta una utilidad mínima requerida igualmente creciente año tras año, lo cual denota la rentabilidad de la actividad.

El incremento del EVA año tras año es lo que se denota que la empresa está generando valor año tras año sin embargo este indicador nos da una idea de una de las varias dimensiones de la generación de valor, esa es la rentabilidad en el corto plazo. A continuación se verá la dimensión de la rentabilidad en el largo plazo a través del MVA.

Valor Agregado de Mercado – MVA. El MVA corresponde al valor presente neto de la empresa o “prima del negocio” y como se vio anteriormente a este resultado puede llegarse a través de el FCL o EVA, así Rivas Mora Construcciones SAS, a 31 de diciembre de 2012 tiene un MVA de aproximadamente de 2,250 millones de pesos los cuales considerando la inversión realizada por los accionistas para la puesta en marcha de la empresa de mil millones de pesos, representa el valor agregado muy atractivo para que ellos decidan mantener su inversión en la misma y disfrutar de sus posibilidades de crecimiento reflejadas en el incremento del FCL y EVA futuros.

Este MVA es resultado de considerar el valor de las operaciones de la empresa a hoy menos la inversión neta realizada para obtener dicho resultado, es lo que entonces se supone como valor agregado de la operación. De esta manera si se considera que en al inicio de la empresa, año 2012 se realiza una inversión total de 5 mil millones, los cuales generan 7.300 millones como valor de la operación a pesos de hoy, el excedente es lo que los inversionistas obtiene como prima por la puesta en marcha de la empresa de acuerdo a las condiciones proyectadas.

Así, los resultados proyectados de Rivas Mora Construcciones SAS, de los flujos de caja libre y EVA futuros positivos y crecientes, es lo que refleja desde la perspectiva del accionista, una decisión acertada de dar continuidad a la empresa,

de invertir en una alternativa que le permita obtener a futuro excedentes por dividendos y garantizar generar valor agregado desde la perspectiva financiera, resultando en un valor actual neto de la empresa, MVA positivo y muy atractivo para el inversionista.

A continuación se realizara un informe gerencial de los años 2012 a 2017 con el que se pretende resumir cual sería el resultado de Rivas Mora Construcciones SAS de acuerdo a los supuestos de proyección y lo que representa para el accionista.

RIVAS MORA CONSTRUCCIONES SAS INFORME GERENCIAL 2012 – 2017

Rivas Mora Construcciones SAS inicio su actividad con la inversión de mil millones de pesos, aportados por sus dos accionistas Víctor Rivas Martínez y Andrés Mora, con los cuales sumados a una financiación inicial de 4 mil millones como pasivo financiero adquirido en el Banco Davivienda a una tasa del 8,76% EA como crédito constructor, se inicia su actividad con la construcción de sus dos proyectos estrella Torre Bolívar I y II, con los cuales la empresa logra un posicionamiento y cobertura importante en el mercado de la Ciudad de Pasto.

De acuerdo a lo anterior a 31 de diciembre de 2012 se registran unos ingresos totales de 6.750 millones de pesos los cuales fueron creciendo en una proporción del 20% año tras año gracias a los proyectos de construcción ejecutados con los que la empresa pretende cubrir la demanda insatisfecha de vivienda en los estratos 3 y 4 principalmente.

Luego de asumir los costos generados por la operación, la empresa obtiene una utilidad neta en promedio de un 9% de los ingresos, lo cual puede considerarse como un resultado muy positivo teniendo en cuenta el riesgo de la actividad de la construcción en un periodo donde la oferta se encuentra en constante crecimiento y la demanda es cada vez más exigente y selectiva, sin embargo las ventajas competitivas de la empresa y gracias al respaldo obtenido de sus accionistas expertos en la actividad, permitieron un posicionamiento y confianza del mercado.

Esta utilidad estuvo acompañada de un flujo de caja libre muy positivo y creciente a partir del año 2013 sin embargo en el año 2012 por la necesidad de capital de trabajo neto operativo requerida para la iniciación de la empresa de 4.840 millones no fue posible la generación de flujo de caja y por el contrario requería como es normal en una empresa en etapa de introducción de un apalancamiento financiero que para Rivas Mora Construcciones SAS, se logra a través de proveedores de bienes y servicios y pasivos financieros, este último en promedio alcanza un valor de 4 mil millones gracias a los abonos que pudo realizarse año tras año y que por la operación logra una menor participación en la estructura financiera de la empresa que a 2012 superaba un 50% y a 2016 es de un 35%.

Sin embargo pese a la necesidad cada vez mayor de capital de trabajo neto operativo por el crecimiento que experimento la empresa en el desarrollo de nuevos proyectos de construcción, su incremento fue soportado por la utilidad operacional generada después de asumir impuestos, lo cual refleja una certera rentabilidad de la empresa en su operación, que a 2017 permite considerar la posibilidad de implementar una política de dividendos y garantizar el sostenimiento de la empresa a perpetuidad.

Adicionalmente, teniendo en cuenta el costo de capital y la rentabilidad del activo neto generado por la operación, se obtuvo un valor agregado EVA creciente lo cual junto con el flujo de caja igualmente creciente a lo largo del periodo es lo que permite deducir que la empresa ha generado valor a sus accionistas logrando un valor actual de operación de 7730 millones y una prima de mercado de 2220 millones.

Estos resultados son los que permiten considerar el éxito de la empresa en el desarrollo de su actividad y su capacidad futura de generar riqueza a sus accionistas logrando además el fortalecimiento de la empresa y su capitalización, dando cumplimiento a los objetivos propuestos en el año 2012 para la puesta en marcha de Rivas Mora Construcciones SAS.

5. ESTRATEGIAS DE MAXIMIZACIÓN DE VALOR DE RIVAS MORA CONSTRUCCIONES SAS

Como se ha visto a lo largo de esta investigación en la empresa existe unos inductores de valor que permiten a la empresa maximizar su riqueza es así como la rentabilidad y el FCL son puntos críticos de evaluación cuyo comportamiento determinara garantizar la generación de valor a sus accionistas.

Así, para el caso específico de Rivas Mora Construcciones SAS, de acuerdo a al comportamiento generado en el periodo 2012 a 2017 puede considerarse inicialmente que la empresa al encontrarse en su etapa de introducción, requerirá una inversión cada vez mayor de capital de trabajo por lo cual es importante que se encuentre un mayor apoyo en los proveedores de bienes y servicios principalmente en proveedores, con los cuales es posible lograr una mejor financiación por ejemplo a través de la negociación de un contrato de exclusividad en la compra de materiales de construcción garantizando por su puesto calidad, precio pero a la vez un apalancamiento que permita una menor inversión adicional en KTNO y por ende mayor flujo de caja libre.

Adicionalmente esa menor inversión en KTNO puede lograrse también a través de los anticipos y avances recibidos por parte de los clientes esto, estimulando el pago por anticipado del valor de las unidades de vivienda a través por ejemplo de ofrecer un mayor descuento en el precio de venta.

Otro inductor de valor es la rentabilidad de del activo operacional neto que resulta de la relación entre la UODI y los activos operacionales netos la cual observando sus componentes, puede mejorarse a través por ejemplo de la disminución de los costos de operación que por la actividad de la empresa son implícitamente muy elevados sin embargo la negociación con proveedores nuevamente es un determinante a la hora de mejorar dicho rubro.

Actualmente la empresa cuenta con la posibilidad de mejorar sus costos a través del aprovechamiento de las oportunidades ofrecidas por el TLC que de alguna manera ocasionan en el mercado mayor competitividad y por tanto disminución de precios de materiales de construcción además que existen nuevos oferentes que pueden brindar los precios y calidad requerida.

Finalmente la financiación con bancos Comerciales es un punto estratégico que le permite a la empresa obtener el capital necesario para soportar su actividad y que permitirá la generación del valor agregado para sus accionistas, sin embargo se sugiere que dicha financiación sea controlada a través de los abonos extraordinarios que la empresa puede realizar gracias al flujo de caja resultante del periodo esto con el fin de obtener una estructura financiera equilibrada entre el pasivo y patrimonio además de conservar la coherencia entre el periodo de ejecución del proyecto y el tiempo de amortización de la financiación obtenida.

De esta manera en resumen las estrategias de maximización de valor desde la perspectiva financiera son:

1. Financiación con proveedores a través de contratos de exclusividad en la compra de materiales de construcción que permita un mayor soporte operativo del capital de trabajo requerido por la empresa.
2. Estimulación del pago de anticipos por parte de clientes ofreciendo descuentos por el abono de una mayor cuota inicial de una unidad de vivienda.
3. Negociación con proveedores referente a los precios de insumos y suministros de construcción por la compra en grandes cantidades según crecimiento en proyectos de construcción.
4. Estudio de alternativas de proveedores en el exterior que ofrezcan calidad y precios aprovechando las nuevas posibilidades del mercado gracias a los tratados de libre comercio.
5. Financiación con Bancos Comerciales con posibilidad de abonos extraordinarios de acuerdo a la capacidad de los flujos de caja resultantes del periodo y con un tiempo de amortización coherente con el periodo de ejecución del proyecto.

Es importante considerar que como se analizó al inicio de esta investigación, la generación de valor no es una tarea netamente financiera por el contrario esta es tan solo un componente del sistema de creación de valor por lo cual la recomendación general que se puede hacer a la empresa es precisamente lograr la sinergia de los procesos que integran la empresa enfocados en una cultura de generación de valor desde la atención a los potenciales compradores hasta la posventa que pueda ofrecerse a los nuevos propietarios de las unidades de vivienda construidas por Rivas Mora Construcciones SAS.

De esta manera se sugiere que Rivas Mora Construcciones incluya en su direccionamiento estratégico, la implementación y seguimiento de un sistema de creación de valor que permita a sus administradores y accionistas tener el control sobre las decisiones y su impacto sobre el valor de la empresa así cualquier decisión que se tome en la empresa puede ser un determinante de generación o destrucción de valor.

Este sistema como sugerencia y para facilidad de su control debe partir de que las ideas de crecimiento generadas en cualquier área, sean cuantificadas con el fin de considerar el impacto financiero que puede tener las decisiones que se tomen y el resultado que este tenga en el valor económico de la empresa, dichas decisiones podrán enfocarse en lograr una maximización en los resultado obtenidos en los inductores de valor como son el FCL, la rentabilidad del AON el EVA y el MVA para ser evaluadas antes de su ejecución y considerar su aprobación y posterior implementación y comunicación a los miembros de la organización.

La siguiente figura muestra el sistema de creación de valor sugerido:

**FIGURA 9.
SISTEMA DE CREACIÓN DE VALOR**



Fuente: Esta investigación

Este sistema nos demuestra la importancia que hoy en día tiene el uso de herramientas existentes para el cálculo del valor de empresa ya sea a partir de unas expectativa de venta, liquidación o simplemente como el modelo sugerido, para evaluar el proceso de toma de decisiones de una organización que permite a través de su proceso, convertir una idea de crecimiento en una estrategia de generación de valor y lograr con ello que la empresa este un paso más adelante y tener otra ventaja competitiva en el mercado.

CONCLUSIONES

Actualmente en el mercado existen diferentes alternativas de inversión muy atractivas para los inversionistas, por lo cual hoy debe ser una prioridad para las empresas usar las herramientas que estén a su alcance con el fin de maximizar el valor y retener el capital invertido en la empresa.

El uso de métodos de valoración como FCL descontado y EVA generan el mismo resultado en cuanto a el Valor de la Empresa sin embargo los dos métodos permiten tener diferentes puntos de análisis importantes a la hora de considerar si la empresa genera o no valor a sus accionistas.

El MVA es el valor actual neto de la empresa y nos presenta el valor adicional que genera luego de asumir el valor de dinero invertido en el tiempo de acuerdo a su costo y los activos netos de operación que la empresa logra obtener en la ejecución de su actividad.

Rivas Mora Construcciones SAS genera valor a sus accionistas por cuanto los resultados obtenidos de flujo de caja libre, permite vislumbrar una posible política muy favorable de dividendos y a su vez de crecimiento constante de valor económico agregado que garantiza el potencial desarrollo de la empresa.

El valor actual neto de la empresa de Rivas Mora Construcciones SAS a 2012 convierte a la organización en una decisión asertiva de inversión de sus accionistas por su potencial crecimiento y generación de valor.

La maximización de valor desde ámbito financiero puede lograrse a través de la evaluación de los macroinductores de valor como son el FCL y la Rentabilidad de Activo Neto Operativo, la optimización de sus componentes lograra la permanencia y crecimiento de la empresa e implícito el crecimiento del valor de la empresa.

El sistema de generación de valor no es netamente financiero por cuanto todas las ideas de crecimiento provenientes de las diferentes áreas de la organización pueden convertirse en estrategias de generación de valor si su impacto en el valor de la empresa es positivo.

El uso de herramientas existentes de valoración de empresa, permiten a las organizaciones apoya su proceso de toma de decisiones tanto en su planeación financiera como estratégica logrando ventaja sobre sus competidores.

RECOMENDACIONES

De acuerdo a los resultados obtenidos en la presente investigación, la principal recomendación es el uso de las herramientas de valoración estudiadas con el fin de que Rivas Mora Construcciones SAS pueda apoyar su proceso de inclusión y desarrollo en un mercado altamente competitivo donde cualquier diferenciador puede ser determinante en el éxito de una empresa y más aun si ese diferenciador basa su aplicación en técnicas financieras reconocidas que permiten optimizar anticipadamente el impacto que pueda tener una decisión en pro del crecimiento de la empresa.

Se recomienda además la introducción en la planeación estratégica de la empresa, un sistema de generación de valor igual o similar al sugerido con el fin de que todas las alternativas de crecimiento propuestas desde cualquier área de la organización, puedan ser evaluadas desde el enfoque de generación de valor y convertidas en estrategias de valor que permitan a Rivas Mora Construcciones SAS garantizar resultados positivos y estables a sus accionistas.

Dentro de ese sistema de generación de valor es importante que Rivas Mora Construcciones SAS no olvide realizar el monitoreo o control necesario para que los objetivos propuestos se perfilen en la medida en que se va implementando una estrategia de valoración, esto con el fin de garantizar resultados y el cumplimiento de dichos objetivos logrando la maximización de valor.

La comunicación a todas las áreas de la organización es un determinante para que la empresa desde todos sus niveles, este direccionadas hacia el objetivo de generación de valor ello con el fin de lograr una sinergia y trabajo en equipo que resulte en lograr que todas las áreas de la organización realicen su aporte hacia el logro de este objetivo, aportando estrategias de generación de valor a partir de considerar alternativas de mejora en sus procesos.

Finalmente es importante recomendar y en especial en una empresa que aun empieza su actividad, la implementación de una cultura de valor, la cual va mucho más allá de lograr resultados económicos, pues alcanza contextos en el que se integra no solo el beneficio del accionista sino además de sus colaboradores acreedores clientes y la comunidad en que se desenvuelve la empresa, esto por cuanto generar valor no solamente se refleja en utilidades económicas sino además en el posicionamiento que pueda lograr la empresa en el mercado y más aun el impacto positivo que esta puede generar en su entorno.

BIBLIOGRAFÍA

CALDERÓN MAÑAGA, Ricardo. Evaluación de la rentabilidad y sus factores determinantes.

CAMACOL, Regional Nariño. Estudio de Demanda de Vivienda año 2011. Área Urbana y Rural del Municipio de Pasto.

CAMACOL, Regional Nariño. Actividad Edificadora, Oferta y Ventas San Juan de Pasto año 2011.

CAYON, Fallón Edgar y SARMINETO, Sabogal Julio. Modelos de Valoración de Empresas, Aspectos Introdutorios. Pontificia Universidad Javeriana. Bogotá D.C. junio 2005.

DUMRAUF, Guillermo. Finanzas Corporativas. Un enfoque Latinoamericano. Segunda edición. Alfaomega. Buenos Aires 2010.

GARCÍA, Serna. Oscar León. Valoración de empresas, gerencia el valor y EVA. Prensa Moderna Impresores S.A. Cali 2003.

MASCAREÑAS, Juan. El Coste de Capital. Universidad Complutense de Madrid abril de 2001.

RICO, Luis Fernando. Cuánto Vale mi Empresa. Segunda edición. Mayol Ediciones S.A. Colombia. Agosto 2006.

ROSS, Stephen. WESTERFIELD, Randolph y JORDA, Bradford. Fundamentos de Finanzas Corporativas. Mc Graw Hill. México D.F. 2010.

TELLES, Luna. Miguel. Finanzas de la Construcción. Biblioteca de la Construcción. Bhandar Editores Ltda. Bogotá D.C. Tercera edición. 1999.

VELES, Pareja Ignacio. Decisiones de Inversión, Para la Valoración Financiera de Proyectos y Empresas. Quinta edición. Editorial Pontificia Universidad Javeriana. Bogotá D.C. 2006.

ZITZMANN, Riedel Werner. Valoración de empresas con Excel. Simulador probabilístico. Editores Alfaomega. Bogotá D. C. 2009.

NETGRAFÍA

BANCO DE LA REPUBLICA. Boletín Económico Regional Suroccidente IV trimestre 2011. Disponible en:
http://www.banrep.gov.co/documentos/publicaciones/regional/BER/Sur-Occ/2011/tri_IV.pdf

Banco de la Republica. Reporte de Estabilidad Financiera de septiembre de 2012. 10 de octubre de 2012 Disponible en: <http://www.banrep.org/sala-prensa/com2012.html>

CAMACOL, Regional Nariño. Estudio de Demanda de Vivienda año 2011. Disponible en: <http://www.camacolnarino.org/noticias/item/68-estudio-de-demanda-y-actividad-edificadora-del-municipio-de-pasto-a%C3%B1o-2011>

García, Oscar León. Seminario Gerencia del Valor. Medellín. Disponible en:
http://www.camaramed.org.co:81/mcc/sites/default/files/doc_digital/anexos/2011/Jun/GERENCIA%20DEL%20VALOR.pdf

CENAC, Boletín Estadístico Contexto Sectorial Nacional. Bogotá D.C. Abril 2012. Disponible en: <http://www.cenac.org.co/index.shtml?apc=d1-2--&x=20152630>

CENAC, Boletín Estadístico Contexto Sectorial Pasto - Nariño. Abril 2012. Disponible en:
http://www.cenac.org.co/apc-aa-files/bfa6177b81c83455250e861305d7a28f/documento-pasto_nario-marzo-12.pdf

DAMODARAN, Aswath. Betas by Sector. Disponible en:
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>

DAMODARAN, Aswath. Country Default Spreads and Risk Premiums. Disponible en:
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

DANE. Indicadores Económicos Alrededor de la Construcción. IV trimestre de 2011. Bogotá. Disponible en:
http://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/pib_const/Bol_ieac_IVtrim11.pdf

Decreto 410 de 1971. Disponible en:
http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/codigo/codigo_comercio.html

DICCIONARIO DE FINANZAS Disponible en:

http://www.euroresidentes.com/empresa_empresas/diccionario_de_empresa/finanzas/r/riesgo-economico.htm

EL CONTEXTO MACROECONÓMICO DE LA CONSTRUCCIÓN. Disponible en:

http://agoraeconomia.blogspot.com/2011_02_01_archive.html

ESCOBAR, Ibeth. Otros Conceptos y Herramientas de Contabilidad y Finanzas Disponible en:

<http://www.gestiopolis.com/r<ecursos2/documentos/fulldocs/fin/fusadqui.htm>

EVALUACIÓN FINANCIERA Disponible en:

<http://www.virtual.unal.edu.co/cursos/sedes/manizales/4010039/Lecciones/CAPITULO%20IV/efinanciera.htm> < 48

FERNÁNDEZ, Pablo. Métodos de Valoración de Empresa. Documento de Investigación. IESE Business School. Universidad de Navarra. Barcelona, España Noviembre 2008. Disponible en: <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0771.pdf>

Ley 1258 de 2008. Disponible en:

http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/ley/2008/ley_1258_2008.html

Ley 388 DE 1997: Disponible en:

<http://www.alcaldiabogota.gov.co/sisjur/normas/Norma1.jsp?i=339>

Ley 400 de 1997. Disponible en:

<http://www.alcaldiabogota.gov.co/sisjur/normas/Norma1.jsp?i=336>

MINCOMERCIO. Departamento de Nariño, Aspectos Generales. Oficina Estudios Económicos. Disponible en:

<https://www.mincomercio.gov.co/descargar.php?id=57445>

PORTAFOLIO PERSONAL. Inversiones On Line. Bonos del Tesoro de Estados Unidos - TNA (Tasa Nominal Anual). Disponible en:

https://www.portfoliopersonal.com/Tasa_Interes/hTB_TIR.asp

RESOLUCIÓN NUMERO 02413 de 1979. Disponible en:

http://ley100.com/porta/attachments/082_Res_2413_1979.pdf

REVISTA DONDE VIVIR. Edición No. 023 Julio/Octubre de 2012 Disponible en:

<http://revistadondevivir.com/>

SAAVEDRA, García. María Luisa. VII Congreso Internacional de Costos. Punta del Este, Uruguay. Noviembre 2003. Disponible en:
http://www.paginaspersonales.unam.mx/files/210/Costos_y_valor.pdf

Sector de la Construcción a la Expectativa del TLC. Disponible en:
<http://www.en-obra.com.co/news/149/63/S..>

SUAREZ, Pedro Alejandro, Metodología de la Investigación, Diseños y Técnicas. Bogotá: Orión Editores, 2001. p.118. Disponible en:
<http://es.scribd.com/doc/7294857/Metodologia-Investigacion-query=no+intenta+ni+tiene+la+pretensi%C3%B3n+de+explicar+>

VALORACIÓN DE EMPRESAS. Disponible en:
<http://es.geocities.com/hamiltonperezmolina/ei/t4.html>

VALORACIÓN DE EMPRESA. Disponible en:
<http://www.ayudaproyecto.com/banca%20y%20finanzas/7valoremp.htm#5>

ANEXOS

ANEXO 1. ESTADOS FINANCIEROS RIVAS MORA CONSTRUCCIONES SAS A 31 DE DICIEMBRE DE 2011

Informe al 31 de diciembre de 2011

RIVAS MORA CONSTRUCCIONES SAS

BALANCE GENERAL

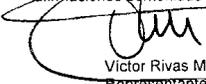
Al 31 de diciembre de 2011

(En pesos colombianos)

<u>Activo</u>	<u>Notas</u>	<u>2011</u>
Activo Corriente		
Disponible		32,057,730
Deudores	3	424,830,887
Inventarios	4	505,000,000
Total Activo Corriente		961,888,597
No Corriente		
Propiedades, planta y equipo, neto	5	241,645,023
Intangibles		250,000
Valorizaciones	6	313,505,000
Total Activo no Corriente		555,400,023
Total Activo		1,517,288,620
<u>Pasivo y Patrimonio</u>		
Pasivo Corriente		
Proveedores		55,102,686
Costos y gastos por pagar		5,913,076
Impuestos, gravámenes y tasas		0
Obligaciones laborales		828,272
Para obligaciones fiscales		15,200,000
Otros Pasivos	7	185,001,235
Total Pasivo Corriente		262,045,269
Pasivo No Corriente		
Otros Pasivos	7	431,669,548
Total Pasivo No Corriente		431,669,548
Total pasivo		693,714,817
Patrimonio (Ver estado adjunto)	8	823,573,804
Total Pasivo y Patrimonio		1,517,288,620

Las notas adjuntas son parte integrante de los estados financieros

Los suscritos representante legal y contador público, certificamos que hemos verificado previamente las afirmaciones contenidas en los estados financieros y los mismos han sido tomados de los libros de contabilidad.


Victor Rivas Martinez
Representante Legal


Aries Ibarra Cadavid
Contador
T.P. No. 103227-T

RIVAS MORA CONSTRUCCIONES SAS 2

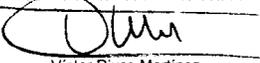
Informe al 31 de diciembre de 2011

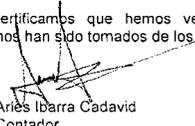
RIVAS MORA CONSTRUCCIONES SAS
ESTADO DE RESULTADOS
 Por periodo comprendido entre 01 de Agosto al 31 de Diciembre de 2011
 (En pesos colombianos)

	<u>2011</u>
Ingresos Operacionales	704,804,282
Construcción	552,520,018
Actividades Conexas	152,284,264
Total ingresos operacionales	<u>704,804,282</u>
COSTOS DE PRODUCCION O DE OPERACION	
Materia Prima	305,776,935
Mano de Obra Directa	217,576,135
Costos Indirectos	142,135,351
Total costos de ventas y de prestación de servicios	<u>665,488,421</u>
Utilidad operacional	39,315,861
Gastos Administración y Ventas	
Gastos de personal	8,999,579
Honorarios	0
Impuestos	2,700,000
Gastos legales	2,531,500
Depreciaciones	470,288
Amortizaciones	50,000
Diversos	6,798,983
Total Gastos de Administración y Ventas	<u>21,550,350</u>
Ingresos no Operacionales	
Otras Ventas	3,621,000
Financieros	1,104
Recuperaciones	1,181,189
Utilidad antes de provisión para impuesto de renta	<u>22,568,804</u>
Impuesto sobre la renta	12,500,000
Utilidad neta del periodo	<u>10,068,804</u>
Utilidad neta por acción	<u>10,068.80</u>

Las notas adjuntas son parte integrante de los estados financieros

Los suscritos representante legal y contador público, certificamos que hemos verificado previamente las afirmaciones contenidas en los estados financieros y los mismos han sido tomados de los libros de contabilidad.


 Victor Rivas Martinez
 Representante Legal

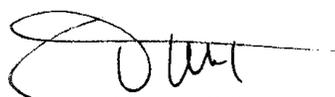

 Ariès Ibarra Cadavid
 Contador
 T.P. No. 103227-T

RIVAS MORA CONSTRUCCIONES SAS
ESTADO DE CAMBIOS EN EL PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS
Por el año terminado el 31 de diciembre de 2011
(En pesos colombianos)

	<u>2011</u>
<u>Capital suscrito y pagado</u>	
Saldo al inicio del periodo	-
Capitalización	500,000,000
Saldo al final del periodo	<u>500,000,000</u>
<u>Revalorización del patrimonio</u>	
Saldo al inicio y al final del periodo	<u>313,505,000</u>
<u>Resultado del ejercicio y de ejercicios anteriores</u>	
Saldo al inicio	0
Resultados del ejercicio	10,068,804
Saldo al final del periodo	<u>10,068,804</u>
Total del patrimonio de los accionistas	<u><u>823,573,804</u></u>

Las notas adjuntas son parte integrante de los estados financieros

Los suscritos representante legal y contador público, certificamos que hemos verificado previamente las afirmaciones contenidas en los estados financieros y los mismos han sido tomados de los libros de contabilidad.


Victor Rivas Martinez
Representante Legal


Arles Ibarra Cadavid
Contador
T.P. No. 103227-T

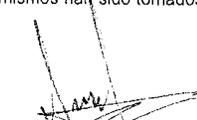
RIVAS MORA CONSTRUCCIONES SAS
ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO
 Por el año terminado el 31 de diciembre de 2011
 (En pesos colombianos)

	<u>2011</u>
El efectivo fue provisto por (usado en) las operaciones del periodo así:	
Utilidad Neta del Periodo	10,068,804
Ajuste para conciliar la utilidad neta al efectivo (usado en) provisto por	
Depreciación	603,032
Cambios en los activos y pasivos operacionales	
Disponible	-424,830,867
Inventarios	-505,000,000
Costos y gastos por pagar	55,102,686
Impuestos, gravámenes y tasas	5,913,076
Obligaciones laborales	0
Proveedores	828,272
Para Obligaciones Fiscales	15,200,000
Otros Pasivos	616,670,783
Efectivo usado por las operaciones	-225,444,215
Efectivo provisto en las actividades de financiación	
Aportes de capital	500,000,000
Efectivo provisto en las actividades de financiación	500,000,000
Efectivo usado en las actividades de inversión	
Intangibles	-250,000
Adquisición de propiedades, planta y equipo	-242,248,055
Efectivo usado en las actividades de inversión	-242,498,055
Aumento (disminución) neto en efectivo y equivalentes	32,057,730
Efectivo y equivalentes de efectivo al principio del periodo	0
Efectivo y equivalentes de efectivo al final del periodo	32,057,730

Las notas adjuntas son parte integrante de los estados financieros

Los suscritos representante legal y contador público, certificamos que hemos verificado previamente las afirmaciones contenidas en los estados financieros y los mismos han sido tomados de los libros de contabilidad.


 Victor Rivas Martinez
 Representante Legal


 Arles Ibarra Cadavid
 Contador
 T.P. No. 103227-T

RIVAS MORA CONSTRUCCIONES SAS
NOTAS A LOS ESTADOS FINANCIEROS
POR EL AÑO TERMINADO EL 31 DE DICIEMBRE DE 2011 Y POR
EL PERIODO COMPRENDIDO ENTRE EL 01 DE AGOSTO Y EL 31 DE DICIEMBRE DE 2011
(Cifras expresadas en pesos colombianos)

NOTA 1 - ENTIDAD REPORTANTE

Esta sociedad fue constituida el 04 de Agosto de 2011 por documento privado de Pasto, e inscrita en Cámara de Comercio el 05 de Agosto de 2011 bajo el No. 8172 del Libro IX. Su término de duración será indefinido.

Tiene por objeto social principal urbanización de terrenos, la venta de parcelas y lotes de terrenos, la construcción y venta de las casas, apartamentos, locales comerciales, granjas de recreo y similares en tales terrenos, así como el corretaje, administración, y avalúo de bienes raíces, tanto urbanos como rurales, propios o ajenos. Su domicilio principal se encuentra en la ciudad de Pasto.

NOTA 2 - PRINCIPALES POLITICAS Y PRACTICAS CONTABLES

Para sus registros contables y para la preparación de sus estados financieros, la Compañía observa principios de contabilidad generalmente aceptados en Colombia, que son prescritos por la Superintendencia de Sociedades y disposiciones legales. A continuación se describen las principales políticas y prácticas contables que la Compañía ha adoptado en concordancia con lo anterior:

Estado de flujo de efectivo

Los estados de flujos de efectivo que se acompañan fueron preparados usando el método indirecto, el cual incluye la reconciliación de la utilidad neta del periodo con el efectivo neto provisto por las actividades operacionales.

Impuesto sobre la renta y complementarios

El impuesto sobre la renta es calculado con base en las normas tributarias vigentes. Para el año 2011, y de acuerdo con la normatividad fiscal vigente, dado que la compañía se encuentra en etapa inicial y sus resultados del ejercicio presentaron utilidad, el impuesto se liquidó de acuerdo con la utilidad fiscal del periodo.

Utilidad neta por acción

La utilidad neta por acción se determina con base en el promedio anual ponderado de las acciones en circulación durante el periodo.

Reconocimiento de ingresos, costos y gastos

Los ingresos, costos y gastos se registran con base en el sistema de causación.

Base de materialidad

Los rubros presentados en las notas a los estados financieros correspondientes a cuentas de balance general y del estado de resultados clasificados en "otros" o "diversos" cuyo importe sea igual o superior al 5% de los activos totales y de los ingresos brutos respectivamente, incluyen una explicación de su concepto.

DISPONIBLE	2011
Caja	5,411,867
Bancos	26,645,863
	<u>32,057,730</u>

<u>NOTA 3 – DEUDORES</u>	2011
Anticipos y Avances	20,721,830
Promesas de Compra Venta	325,000,000
Anticipo de Impuestos y Contribuciones	43,756,318
Préstamos a Particulares	35,352,719
	<u>424,830,867</u>

<u>NOTA 4 – INVENTARIOS</u>	2011
Obras de Construcción en Curso	505,000,000
	<u>505,000,000</u>

<u>NOTA 5 - PROPIEDADES, PLANTA Y EQUIPO, NETO</u>	2011
Terrenos	150,000,000
Construcciones y Edificaciones	84,000,000
Maquinaria y Equipo	4,320,000
Equipo de computación y comunicación	3,928,055
Sub-Total	<u>242,248,055</u>
Menos:	
Depreciación acumulada	-603,032
Total	<u>241,645,023</u>

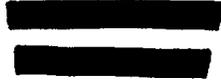
<u>NOTA 6 – VALORIZACIONES</u>	2011
De Propiedad Planta y Equipo	313,505,000
	<u>313,505,000</u>

NOTA - 7 OTROS PASIVOS

	<u>2011</u>
Anticipos y Avances	616,670,783
	<u>616,670,783</u>

NOTA 8 - PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS

	<u>2011</u>
Capital suscrito y pagado 1000 acciones a \$ 500.000 cada una	500,000,000
Utilidad del Ejercicio	10,068,804
Revalorización del Patrimonio	313,505,000
Patrimonio de los Accionistas	<u>823,573,804</u>



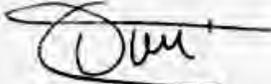
ANEXO 2. ESTADOS FINANCIEROS NUEVO HORIZONTE SAS 2007 – 2011



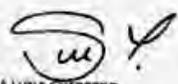
NUEVO HORIZONTE
Construímos Bienestar

**NUEVO HORIZONTE SAS
BALANCE GENERAL
A 31 DE DICIEMBRE DE 2011**

ACTIVO		PASIVO	
ACTIVO CORRIENTE	2,309,516,395	PASIVO CORRIENTE	6,642,956,867
DISPONIBLE	859,594,756	OBLIGACIONES FINANCIERAS	670,811,845
DEUDORES	1,449,921,639	PROVEEDORES	806,174,222
		CUENTAS POR PAGAR	2,762,245,974
		IMPUESTOS, GRAVAMENES Y TASAS	318,407,378
		OBLIGACIONES LABORALES	55,316,218
ACTIVO NO CORRIENTE	19,731,808,135	PASIVO DE LARGO PLAZO	8,437,296,149
INVERSIONES	929,881,084	OBLIGACIONES FINANCIERAS	6,008,112,876
INVENTARIOS	5,769,764,104	OTROS PASIVOS	2,429,183,273
PROPIEDAD, PLANTA Y EQUIPO	20,225,806		
INTANGIBLES	370,167,653		
VALORIZACIONES	12,641,769,486		
TOTAL ACTIVO	26,941,324,530	TOTAL PASIVOS	13,080,453,016
		PATRIMONIO	
		CAPITAL SOCIAL	500,000,000
		Capital Autorizado	2,000,000,000
		Capital Por suscribir	(1,000,000,000)
		Capital suscrito por Cobrar	(500,000,000)
		RESERVAS	72,091,378
		RESULTADOS DEL EJERCICIO	97,095,037
		RESULTADO DE EJERCICIOS ANTERIORES	349,925,611
		SUPERAVIT POR VALORIZACIONES	12,641,769,488
		TOTAL PATRIMONIO	13,860,871,514
		TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	26,941,324,530



VICTOR RIVAS MARTINEZ
GERENTE



SONIA LUNA GUERRERO
REVISOR FISCAL
F.P. 81.715-T



LUIS FERNANDO RIVAS M.
CONTADOR
T.N. 69.654-T

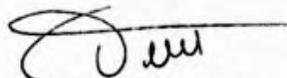


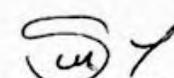
Av. los Estudiantes Calle 20 No. 38-20 PBX. (57) (2) 7207129 - 7207132 - Cel. 314 839 3796
 e-mail: contactenos@nuevohorizonte.com.co www.nuevohorizonte.com.co Pasto - Narino - Colombia

NUEVO HORIZONTE S.A.S.
NIT 814.001.131-4
ESTADO DE RESULTADOS

Por el periodo comprendido entre el 1 de enero y el 31 de diciembre de 2011

INGRESOS OPERACIONALES	
Ventas brutas	12,297,565,252.00
Devolucion en ventas	751,960,000.00
Total Ingresos operacionales	11,545,605,252.00
Menos-costo de ventas	10,923,112,728.00
UTILIDAD BRUTA	622,492,524.00
GASTOS OPERACIONALES	
De administracion	371,999,861.00
De ventas	
Total gastos operacionales	371,999,861.00
UTILIDAD OPERACIONAL	250,492,663.00
INGRESOS (GASTOS NO OPERACIONALES)	
Otros ingresos	193,881,160.00
Gastos no operacionales	147,628,786.00
Total otros ingresos (egresos)	46,252,374.00
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	296,745,037.00
Menos-Provision para impuesto sobre renta	199,650,000.00
UTILIDAD NETA DEL PERIODO	97,095,037.00


VICTOR RIVAS MARTINEZ
GERENTE

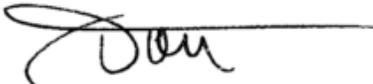

SONIA LUNA GUERRERO
REVISOR FISCAL
T.P. 31.715-T


LUIS FERNANDO RIVAS M.
CONTADOR
T.P. 69.054-T



NUEVO HORIZONTE LTDA
BALANCE GENERAL
A 31 DE DICIEMBRE 2010

ACTIVO		PASIVO	
ACTIVO CORRIENTE	6,268,147,872	PASIVO CORRIENTE	1,744,376,875
DISPONIBLE	12,331,080	(4) OBLIGACIONES FINANCIERAS	556,065,820
DEUDORES	6,255,816,792	(6) PROVEEDORES	249,256,087
		CUENTAS POR PAGAR	791,201,060
		IMPUESTOS, GRAVAMENES Y TASAS	147,853,908
		OBLIGACIONES LABORALES	
ACTIVO NO CORRIENTE	8,586,478,800	(5)	
INVERSIONES	506,072,884	(7) PASIVO DE LARGO PLAZO	5,599,018,320
INVENTARIOS	1,614,484,812	(8) OBLIGACIONES FINANCIERAS	4,589,268,446
PROPIEDAD, PLANTA Y EQUIPO	76,696,616	(9) PASIVOS ESTIMADOS Y PROVISIONES	47,917,259
VALORIZACIONES	6,389,224,488	OTROS PASIVOS	961,832,615
		TOTAL PASIVOS	7,343,395,195
		PATRIMONIO	
		CAPITAL SOCIAL	500,000,000
		RESERVAS	72,091,378
		RESULTADOS DEL EJERCICIO	212,399,473
		RESULTADO DE EJERCICIOS ANTERIORES	337,516,138
		SUPERAVIT POR VALORIZACIONES	6,389,224,488
		TOTAL PATRIMONIO	7,511,231,477
TOTAL ACTIVO	14,854,626,672	TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	14,854,626,672
CUENTAS DE ORDEN DEUDORA	10.112.322.470 (16)	CUENTAS DE ORDEN POR EL CONTRARIO	10.112.322.470


VICTOR RIVAS M. MARTINEZ
 GERENTE


SONIA LUNA GUERRERO
 REVISOR FISCAL
 T.P 31715-T

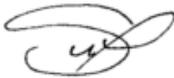

YOLANDA HERRERA
 CONTADOR
 T.P 29918-T



NUEVO HORIZONTE LTDA
ESTADO DE RESULTADOS
DEL 01 DE ENERO A 31 DE DICIEMBRE 2010

INGRESOS OPERACIONALES	(17)		17,511,582,180
CONSTRUCCION DE EDIFICIOS Y OBRAS		15,203,999,000	
ACTIVIDADES CONEXAS		2,307,583,180	
(-) COSTOS DE VENTAS			16,403,165,724
COSTOS DIRECTOS DE VENTAS		16,403,165,724	
(=) UTILIDAD BRUTA			1,108,416,456
(-) GASTOS OPERACIONALES DE ADMON	(19)		924,835,964
GASTOS DE PERSONAL		433,232,195	
GASTOS FINANCIEROS		422,167,871	
GASTOS DIVERSOS		377,000	
GASTOS DEPRECIACIONES		69,058,898	
(=) UTILIDAD OPERACIONAL			183,580,492
(+) INGRESOS NO OPERACIONALES	(20)		150,503,204
INGRESOS NO OPERACIONALES		150,503,204	
(-) GASTOS NO OPERACIONALES			-17,069,557
GASTOS ADMINISTRACION		-17,069,557	
(=) UTILIDAD (PERDIDA) NO OPERACIONAL			133,433,647
(=) UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS			317,014,139
(-) IMPUESTO DE RENTA			-104,614,666
(=) UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO			212,399,473


VICTOR RIVAS MARTINEZ
GERENTE


SONIA LUNA GUERRERO
REVISOR FISCAL
T.P 31715-T


YOJANDA HERRERA
CONTADOR
T.P 29918-T



NUEVO HORIZONTE LTDA
NIT 814,001,131-4
BALANCE GENERAL
A 31 DE DICIEMBRE DE 2009

ACTIVO

CORRIENTE

CAJA	3.168.800	
BANCOS	636.552	
INVERSIONES	225.465.000	
DEUDORES	6.284.782.660	
INVENTARIOS	<u>9.631.072.461</u>	16.145.125.473

PROPIEDAD PLANTA Y EQUIPO

MAQUINARIA Y EQUIPO	185.470.153	
EQUIPO DE OFICINA	38.856.210	
EQUIPO DE COMP. Y COMUNIC.	96.492.058	
MENOS: DEPRECIACION ACUMULADA	<u>(212.266.909)</u>	108.551.512

OTROS ACTIVOS

GASTOS PAGADOS POR ANTIC	9.852.459	
LICENCIAS	<u>725.400</u>	10.577.859

VALORIZACIONES

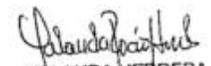
TERRENOS	800.000.000	
CONSTRUCCIONES Y EDIFICAC	<u>1.045.224.488</u>	1.845.224.488

TOTAL ACTIVO

18.109.479.332


VICTOR RIVAS M.
 GERENTE


SONIA LUNA GUERRERO
 REVISOR FISCAL TP 31715 -T


YOLANDA HERRERA
 CONTADOR T.P. 29916-T

NUEVO HORIZONTE LTDA
NIT 814,001,131-4
BALANCE GENERAL
A 31 DICIEMBRE DE 2009

PASIVO

CORRIENTE		
SOBREGIROS	457.270.602	
PROVEEDORES	422.657.196	
CUENTAS POR PAGAR	1.672.091.562	
PASIVOS ESTIMADOS Y PROV.	33.270.386	
IMPUESTOS POR PAGAR	85.662.459	2.670.952.205

A LARGO PLAZO

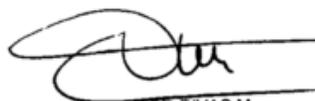
OBLIGACIONES FINANCIERAS	7.268.236.000	
ANTICIPOS Y AVANCES RECIBIDOS	5.362.020.331	
OTROS PASIVOS	<u>53.438.791</u>	12.683.695.122

TOTAL PASIVO **15.354.647.327**

PATRIMONIO

CAPITAL SOCIAL	500.000.000	
RESERVAS	72.091.378	
UTILIDADES ACUMULADAS	212.516.141	
UTILIDAD DEL EJERCICIO	124.999.998	
SUPERAVIT POR VALORIZACIONES	<u>1.845.224.488</u>	2.754.832.005

TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO **18.109.479.332**


VICTOR RIVAS M.
 GERENTE


SONIA LUNA GUERRERO
 REVISOR FISCAL TP 31715-T


YOLANDA HERRERA J
 CONTADOR T.P. 29918-T

NUEVO HORIZONTE LTDA
NIT 814,001,131-4
ESTADO DE RESULTADOS
DEL 1 DE ENERO AL 31 DE DICIEMBRE DEL 2009

INGRESOS VENTAS CONTRATOS DE CONSTRUCCION		8,119,673,832
MENOS: COSTOS DE CONSTRUCCION		<u>7,094,831,922</u>
UTILIDAD BRUTA EN CONSTRUCCION		1,024,841,910
MENOS: GASTOS DE ADMINISTRACION	108,600,276	
DEPRECIACIONES	61,823,683	
FINANCIEROS	356,566,040	
DIVERSOS	<u>500,000,000</u>	1,026,989,999
MAS: OTROS INGRESOS	<u>127,148,087</u>	127,148,087
UTILIDAD DEL EJERCICIO		<u>124,999,998</u>


VICTOR RIVAS M.
 GERENTE


SONIA LUNA G.
 REVISOR FISCAL TP 31715-T


YOLANDA HERRERA
 CONTADOR T.P. 29918-T

NUEVO HORIZONTE LTDA
NIT 814,001,131-4
BALANCE GENERAL
A 31 DE DICIEMBRE DE 2008

29 MAR 2009

ACTIVO

CORRIENTE

CAJA	5.152.767	
BANCOS	3.542.234	
INVERSIONES	225.465.000	
DEUDORES	1.538.226.249	
INVENTARIOS	<u>5.873.084.469</u>	7.645.470.719

PROPIEDAD PLANTA Y EQUIPO

MAQUINARIA Y EQUIPO	112.918.485	
EQUIPO DE OFICINA	38.175.210	
EQUIPO DE COMP. Y COMUNIC.	88.555.058	
MENOS: DEPRECIACION ACUMULADA	<u>(150.443.226)</u>	89.205.527

TOTAL ACTIVO

7.734.676.246

VICTOR RIVAS M. GERENTE	HAROLD ANDRES SALAS I. REVISOR FISCAL T.P 98,334-T	LUIS F. RIVAS M. CONTADOR T.P. 69,054-T

NUEVO HORIZONTE LTDA
NIT 814,001,131-4
BALANCE GENERAL
A 31 DE DICIEMBRE DE 2008

PASIVO

CORRIENTE		
SOBREGIROS	190.102.716	
PROVEEDORES	288.400.920	
CUENTAS POR PAGAR	1.451.226.539	
IMPUESTOS, GRAVAMENES Y T	37.962.000	
OBLIGACIONES LABORALES	<u>66.756.788</u>	2.034.448.963

A LARGO PLAZO

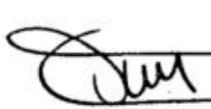
OBLIGACIONES FINANCIERAS	2.896.685.358	
ANTICIPOS Y AVANCES RECIBIDOS	<u>2.018.934.406</u>	4.915.619.764

TOTAL PASIVO 6.950.068.727

PATRIMONIO

CAPITAL SOCIAL	500.000.000	
RESERVAS	72.091.378	
UTILIDADES ACUMULADAS	149.787.435	
UTILIDAD DEL EJERCICIO	<u>62.728.706</u>	784.607.519

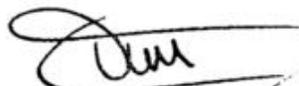
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO 7.734.676.246

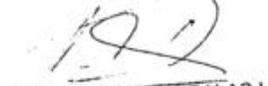
		
VICTOR RIVAS M. GERENTE	HAROLD ANDRES SALAS I. REVISOR FISCAL T.P 98,334-T	LUIS P. RIVAS M. CONTADOR T.P. 69,054-T



NUEVO HORIZONTE LTDA
NIT 814,001,131-4
ESTADO DE RESULTADOS
DEL 1 DE ENERO AL 31 DE DICIEMBRE DEL 2008

INGRESOS	VENTAS CONTRATOS DE CONSTRUCCION		4.832.355.020
MENOS:	COSTOS DE CONSTRUCCION		<u>4.347.309.170</u>
	UTILIDAD BRUTA EN CONSTRUCCION		485.045.850
MENOS:	GASTOS DE ADMINISTRACION	199.756.437	
	OPERAC. ADMINISTRACION	191.664.707	<u>391.421.144</u>
	GASTOS FINANCIEROS		<u>93.624.706</u>
	UTILIDAD DEL EJERCICIO		30.896.000
	PROVISION PARA IMP. DE RENTA Y COMP		<u>62.728.706</u>
	UTILIDAD NETA DESPUES DE IMP		62.728.706


VICTOR RIVAS M.
GERENTE


HAROLD ANDRÉS SALAS I.
REVISOR FISCAL T.P 98.334-T


LUIS E. RIVAS M.
CONTADOR T.P. 69.054-T

NUEVO HORIZONTE LTDA
NIT 814,001,131-4
BALANCE GENERAL
A 31 DE DICIEMBRE DE 2007

ACTIVO

CORRIENTE

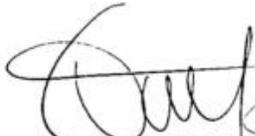
CAJA	15.760.371	
BANCOS	51.426.851	
INVERSIONES	225.465.000	
DEUDORES	717.233.307	
INVENTARIOS	<u>5.368.984.469</u>	6.378.869.998

PROPIEDAD PLANTA Y EQUIPO

MAQUINARIA Y EQUIPO	112.344.485	
EQUIPO DE OFICINA	37.977.210	
EQUIPO DE COMP. Y COMUNIC.	88.555.058	
MENOS: DEPRECIACION ACUMULADA	<u>(102.513.462)</u>	136.363.291

TOTAL ACTIVO

6.515.233.289

		
VICTOR RIVAS M. GERENTE	HAROLD ANDRES SALAS I. REVISOR FISCAL T.P. 98.334-T	LUIS F. RIVAS M. CONTADOR T.P. 69.054-T

NUEVO HORIZONTE LTDA
NIT 814,001,131-4
BALANCE GENERAL
A 31 DE DICIEMBRE DE 2007

PASIVO

CORRIENTE		
SOBREGIROS BANCARIOS	65.059.355	
PROVEEDORES	302.754.988	
CUENTAS POR PAGAR	761.221.374	
IMPUESTOS GRAVAMENES Y TASAS	25.273.711	
OBLIGACIONES LABORALES	19.373.657	
ESTIMADOS Y PROVISIONES	<u> -</u>	1.173.683.085

A LARGO PLAZO

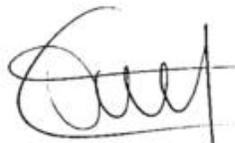
OBLIGACIONES FINANCIERAS	2.076.761.475	
ANTICIPOS Y AVANCES RECIBIDOS	<u>2.542.909.916</u>	4.619.671.391

TOTAL PASIVO **5.793.354.476**

PATRIMONIO

CAPITAL SOCIAL	500.000.000	
RESERVAS	72.146.378	
UTILIDADES ACUMULADAS	108.046.982	
UTILIDAD DEL EJERCICIO	<u>41.685.453</u>	721.878.813

TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO **6.515.233.289**



VICTOR RIVAS M.
GERENTE



HAROLD ANDRES SALAS I.
REVISOR FISCAL T.P 98.334-T



LUIS F. RIVAS M.
CONTADOR T.P. 69.054-T

NUEVO HORIZONTE LTDA
NIT 814,001,131-4
ESTADO DE RESULTADOS
DEL 1 DE ENERO AL 31 DE DICIEMBRE DEL 2007

INGRESOS VENTAS CONTRATOS DE CONSTRUCCION		3.861.425.038
MENOS: COSTOS DE CONSTRUCCION		<u>3.591.844.330</u>
UTILIDAD BRUTA EN CONSTRUCCION		269.580.708
 MENOS: GASTOS DE ADMINISTRACION		
OPERAC. ADMINISTRACION	91.869.834	
GASTOS FINANCIEROS	<u>114.550.421</u>	<u>206.420.255</u>
 UTILIDAD DEL EJERCICIO ANTES DE IMPTOS		63.160.453
IMPUESTO DE RENTA		<u>21.475.000</u>
UTILIDAD NETA		<u>41.685.453</u>

		
VICTOR RIVAS M. GERENTE	HAROLD ANDRES SALAS I. REVISOR FISCAL T.P 98,334-T	JOSE RIVAS M. CONTADOR T.P. 69,054-T