

ANÁLISIS DEL DESEMPEÑO FINANCIERO DE LAS EMPRESAS COLOMBIANAS DEDICADAS A LA ELABORACIÓN DEL CACAO, CHOCOLATE Y PRODUCTOS DE CONFITERÍA ENTRE LOS AÑOS 2015 - 2020

Resumen

El presente trabajo de investigación tiene como finalidad realizar un análisis del desempeño financiero de las empresas colombianas dedicadas a la elaboración de cacao, chocolate y productos de confitería para los años 2015 - 2020, en el que se pueda determinar si las empresas se encuentran creando o destruyendo valor económico. Para este análisis fueron necesarios indicadores financieros tradicionales de crecimiento, endeudamiento, rotación, eficacia, efectividad y de gestión del valor, los cuales nos llevarán a conocer como se encuentra el sector en ese periodo de tiempo.

Palabras clave

Análisis financiero, indicadores financieros, Valor Económico Agregado (EVA), Sector elaboración de cacao, chocolate y productos de confitería, crecimiento, endeudamiento, eficiencia, eficacia, efectividad.

ANÁLISIS DEL DESEMPEÑO FINANCIERO DE LAS EMPRESAS COLOMBIANAS
DEDICADAS A LA ELABORACIÓN DEL CACAO, CHOCOLATE Y PRODUCTOS DE
CONFITERÍA ENTRE LOS AÑOS 2015 - 2020

ANGUIE MARITZA CUASQUEN MERA

DIANA CRISTINA PATIÑO BOLAÑOS

UNIVERSIDAD DEL VALLE

FACULTAD DE CIENCIAS DE LA ADMINISTRACIÓN

CONTADURÍA PÚBLICA

SANTIAGO DE CALI

2022

ANÁLISIS DEL DESEMPEÑO FINANCIERO DE LAS EMPRESAS COLOMBIANAS
DEDICADAS A LA ELABORACIÓN DEL CACAO, CHOCOLATE Y PRODUCTOS DE
CONFITERÍA ENTRE LOS AÑOS 2015 – 2020

ANGUIE MARITZA CUASQUEN MERA

DIANA CRISTINA PATIÑO BOLAÑOS

Trabajo de grado

Director: PhD. Jorge Alberto Rivera Godoy

Contador público, profesor titular de la Universidad del Valle

UNIVERSIDAD DEL VALLE

FACULTAD DE CIENCIAS DE LA ADMINISTRACIÓN

CONTADURÍA PÚBLICA

SANTIAGO DE CALI

2022

Agradecimientos

En primer lugar, le agradezco a Dios por haberme dado la oportunidad de estudiar esta hermosa carrera, por llenarme de fortaleza cada vez que sentí tirar la toalla, y de sabiduría, para seguir adelante a pesar de los altibajos.

A mi madre, por ese apoyo incondicional que siempre me ha brindado, por dar todo de ella para que yo pudiera salir adelante y tener una carrera profesional.

A mi hermana, porque su existencia es una de mis motivaciones.

A mi novio, porque su apoyo y comprensión me permitieron culminar satisfactoriamente mi proceso.

A mi equipo de estudio de la Universidad, los cuales, a su vez, se han convertido en mis grandes amigos, porque su apoyo académico y emocional fue una base fundamental para seguir adelante.

A Diana, mi amiga y compañera de trabajo de grado, por brindarme su apoyo y comprensión, por haber estado en los momentos más difíciles de mi vida y llevar conjuntamente a cabo este proyecto de forma satisfactoria.

A mis amigos y familiares, porque se han cruzado en mi vida en los momentos más apropiados, brindándome su ayuda sin esperar nada a cambio.

A mi director de investigación, por compartir su conocimiento y por brindarnos su apoyo en todo momento.

A la Universidad del Valle, por concederme la oportunidad de culminar mi carrera; por permitirme salir a la sociedad como una profesional, llena de bases sólidas, con los que espero apoyar grandemente desde ella.

Anguie Maritza Cuasquen Mera

En primer lugar, a Dios, por permitirme culminar esta carrera satisfactoriamente siendo mi guía y fortaleza en cada momento.

A mi madre, por su amor y apoyo incondicional, quien con su ejemplo y dedicación ha sido el pilar más importante para salir adelante.

A mi hermana, por ser mi mayor motivación para lograr este sueño.

A mis abuelos, María y Raúl, por ser luz en mi vida y siempre creer en mí.

A mi equipo de trabajo de la universidad, quienes se convirtieron en mis amigas y me brindaron su apoyo constantemente, siendo personas esenciales durante toda mi carrera.

A Anguie, mi amiga y compañera de trabajo de grado, por su amistad y dedicación para alcanzar esta meta.

A mi familia y amigos, por brindarme su apoyo a lo largo de este proceso, quienes de una u otra forma han estado ahí, con un consejo o una palabra de aliento.

A mi director Jorge Alberto Rivera, sus enseñanzas, compromiso y disposición fueron esenciales para culminar este proyecto.

A la Universidad del Valle, por darme la oportunidad de pertenecer a ella y cumplir mi sueño de ser profesional. A cada uno de los docentes, por transmitir sus conocimientos y brindarnos una formación íntegra y de calidad.

Diana Cristina Patiño Bolaños

TABLA DE CONTENIDO

INTRODUCCIÓN	16
1 SECTOR ELABORACIÓN DEL CACAO, CHOCOLATE Y PRODUCTOS DE CONFITERÍA.....	18
1.1 EL CACAO.....	19
1.2 ECONOMÍA NACIONAL	23
1.3 COMERCIO EXTERIOR.....	30
2 PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN.....	33
2.1 ANTECEDENTES DEL PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN	33
2.2 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN.....	39
2.3 FORMULACIÓN DEL PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN	41
2.4 SISTEMATIZACIÓN DEL PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN.....	41
3 OBJETIVOS.....	42
3.1 OBJETIVO GENERAL.....	42
3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS	42
4 JUSTIFICACIÓN.....	43
4.1 ACADÉMICA	43

4.2	EMPRESARIAL.....	44
4.3	SOCIAL	44
4.4	PERSONAL.....	45
5	MARCO DE REFERENCIA.....	46
5.1	MARCO TEÓRICO.....	46
5.1.1	Teoría de la creación del valor.....	46
5.1.2	Gestión Basada en el Valor	47
5.1.3	Indicadores financieros tradicionales	48
5.1.4	Valor Económico Agregado (EVA).....	50
5.2	MARCO CONCEPTUAL	54
5.2.1	Diagnóstico financiero	55
5.2.2	Índices, indicadores o razones financieras.	56
5.3	MARCO LEGAL.....	63
6	METODOLOGÍA.....	65
6.1	TIPO DE ESTUDIO	65
6.2	MÉTODO DE INVESTIGACIÓN.....	65
6.3	FUENTES DE INVESTIGACIÓN.....	66
6.4	TÉCNICAS DE INVESTIGACIÓN.....	66
6.5	FASES DE INVESTIGACIÓN	67

7	DESEMPEÑO FINANCIERO DE LAS EMPRESAS DEDICADAS A LA ELABORACIÓN DE CACAO, CHOCOLATE Y PRODUCTOS DE CONFITERÍA.....	70
7.1	TOTAL EMPRESAS DEL SECTOR ELABORACIÓN DE CACAO, CHOCOLATE Y PRODUCTOS DE CONFITERÍA.....	70
7.2	PEQUEÑAS EMPRESAS DEL SECTOR ELABORACIÓN DEL CACAO, CHOCOLATE Y PRODUCTOS DE CONFITERÍA	82
7.3	MEDIANAS EMPRESAS DEL SECTOR ELABORACIÓN DEL CACAO, CHOCOLATE Y PRODUCTOS DE CONFITERÍA	93
7.4	GRANDES EMPRESAS DEL SECTOR ELABORACIÓN DEL CACAO, CHOCOLATE Y PRODUCTOS DE CONFITERÍA	105
8	COMPARACIÓN ENTRE GRUPOS DE EMPRESAS DEL DESEMPEÑO FINANCIERO DEL SECTOR.....	117
8.1	TOTAL EMPRESAS VS PEQUEÑAS EMPRESAS	117
8.2	TOTAL EMPRESAS VS MEDIANAS EMPRESAS	126
8.3	TOTAL EMPRESAS VS GRANDES EMPRESAS	134
8.4	PEQUEÑAS EMPRESAS VS MEDIANAS EMPRESAS	142
8.5	PEQUEÑAS EMPRESAS VS GRANDES EMPRESAS	151
8.6	MEDIANAS EMPRESAS VS GRANDES EMPRESAS	158
9	ESTUDIO REVISTA DINERO.....	166

10	CONCLUSIONES	171
11	LIMITACIONES Y RECOMENDACIONES	177
12	BIBLIOGRAFÍA	179
13	ANEXOS.....	184

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Producción Nacional del Cacao	24
Gráfico 2. Evolución precio promedio nacional del Cacao	26
Gráfico 3. Número de empleos generados	27
Gráfico 4. Producto Interno Bruto (PIB) colombiano 2015 – 2020	29
Gráfico 5. Exportaciones del cacao en grano.....	30
Gráfico 6. Exportaciones del cacao en grano según país de destino año 2020.....	31
Gráfico 7. Exportaciones anuales derivados del cacao 2016 - 2020.....	32
Gráfico 8. Importaciones del cacao en grano.....	32
Gráfico 9. Indicadores de crecimiento – Total empresas del sector	73
Gráfico 10. Indicadores de endeudamiento – Total empresas del sector.....	74
Gráfico 11. Indicadores de rotación – Total empresas del sector	75
Gráfico 12. Indicadores de eficacia – Total empresas del sector.....	77
Gráfico 13. Indicadores de efectividad – Total empresas del sector	78
Gráfico 14. Componentes del Sistema Dupont – Total empresas del sector	79
Gráfico 15. Componentes del Sistema Dupont ampliado – Total empresas del sector	80
Gráfico 16. EVA – Total empresas del sector	81
Gráfico 17. Ko, UODI/ ANO Y EVA/ ANO – Total empresas	82
Gráfico 18. Indicadores de crecimiento – Pequeñas empresas del sector.....	85
Gráfico 19. Indicadores de endeudamiento – Pequeñas empresas del sector	86

Gráfico 20. Indicadores de rotación – Pequeñas empresas del sector	87
Gráfico 21. Indicadores de eficacia – Pequeñas empresas del sector	88
Gráfico 22. Indicadores de efectividad – Pequeñas empresas del sector.....	89
Gráfico 23. Componentes del Sistema Dupont – Pequeñas empresas del sector	90
Gráfico 24. Componentes del Sistema Dupont ampliado – Pequeñas empresas del sector	91
Gráfico 25. EVA – Pequeñas empresas del sector.....	92
Gráfico 26. Comparaciones Ko, UODI/ANO Y EVA/ ANO – Pequeñas empresas del sector ...	93
Gráfico 27. Indicadores de crecimiento – Medianas empresas del sector	96
Gráfico 28. Indicadores de endeudamiento – Medianas empresas del sector.....	97
Gráfico 29. Indicadores de rotación – Medianas empresas del sector	99
Gráfico 30. Indicadores de eficacia – Medianas empresas del sector.....	101
Gráfico 31. Indicadores de efectividad – Medianas empresas del sector	101
Gráfico 32. Componentes del Sistema Dupont – Medianas empresas del sector	102
Gráfico 33. Componentes del Sistema Dupont ampliado – Medianas empresas del sector	103
Gráfico 34. EVA – Medianas empresas del sector	104
Gráfico 35. Comparaciones Ko, UODI/ANO Y EVA/ ANO – Medianas empresas del sector .	105
Gráfico 36. Indicadores de crecimiento – Grandes empresas del sector	108
Gráfico 37. Indicadores de endeudamiento – Grandes empresas del sector	109
Gráfico 38. Indicadores de rotación – Grandes empresas del sector	110
Gráfico 39. Indicadores de eficacia – Grandes empresas del sector	112
Gráfico 40. Indicadores de efectividad – Grandes empresas del sector	112

Gráfico 41. Componentes del Sistema Dupont – Grandes empresas del sector	113
Gráfico 42. Componentes del Sistema Dupont ampliado – Grandes empresas del sector	114
Gráfico 43. EVA – Grandes empresas del sector	115
Gráfico 44. Comparaciones Ko, UODI/ANO Y EVA/ANO – Grandes empresas del sector	116
Gráfico 45. Sistema Dupont total empresas vs pequeñas empresas	125
Gráfico 46. Sistema Dupont ampliado total empresas vs pequeñas empresas	125
Gráfico 47. EVA total empresas vs pequeñas empresas.....	125
Gráfico 48. Sistema Dupont total empresas vs medianas empresas	133
Gráfico 49. Sistema Dupont ampliado total empresas vs medianas empresas	134
Gráfico 50. EVA total empresas vs medianas empresas.....	134
Gráfico 51. Sistema Dupont total empresas vs grandes empresas.....	141
Gráfico 52. Sistema Dupont ampliado total empresas vs grandes empresas.....	142
Gráfico 53. EVA total empresas vs grandes empresas	142
Gráfico 54. Sistema Dupont pequeñas empresas vs medianas empresas	150
Gráfico 55. Sistema Dupont ampliado pequeñas empresas vs medianas empresas	150
Gráfico 56. EVA pequeñas empresas vs medianas empresas.....	150
Gráfico 57. Sistema Dupont pequeñas empresas vs grandes empresas	157
Gráfico 58. Sistema Dupont ampliado pequeñas empresas vs grandes empresas	157
Gráfico 59. EVA pequeñas empresas vs grandes empresas	158
Gráfico 60. Sistema Dupont medianas empresas vs grandes empresas.....	164
Gráfico 61. Sistema Dupont ampliado medianas empresas vs grandes empresas.....	165

Gráfico 62. EVA medianas empresas vs grandes empresas	165
---	-----

LISTA DE TABLAS

Tabla 1. Histórico producción por departamentos	25
Tabla 2. Tasa de intervención de política monetaria	29
Tabla 3. Depuración de empresas	68
Tabla 4. Clasificación de empresas según su tamaño	69
Tabla 5. Indicadores sector elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería	70
Tabla 6. Indicadores pequeñas empresas sector elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería	83
Tabla 7. Indicadores medianas empresas sector elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería	94
Tabla 8. Indicadores grandes empresas sector elaboración de cacao, chocolate y productos de confitería	106
Tabla 9. Comparación del desempeño financiero total empresas vs pequeñas empresas - Sector elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería.....	117
Tabla 10. Comparación del desempeño financiero total empresas vs medianas empresas - Sector elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería.....	126
Tabla 11. Comparación del desempeño financiero total empresas vs grandes empresas - Sector elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería.....	135
Tabla 12. Comparación del desempeño financiero pequeñas empresas vs medianas - Sector elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería.....	143

Tabla 13. Comparación del desempeño financiero pequeñas empresas vs grandes empresas - Sector elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería.....	151
Tabla 14. Comparación del desempeño financiero medianas empresas vs grandes empresas - Sector elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería	158
Tabla 15. Indicadores contables promedio de las empresas más grandes de Colombia – Sector chocolate y confitería (Revista Dinero)	166
Tabla 16. Comparación indicadores financieros Revista Dinero vs grandes empresas sector elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería 2015 - 2020	168

LISTA DE ANEXOS

Anexo 1. Población total objeto de estudio	184
Anexo 2. Estados financieros promedio 2015 – 2020	185
Anexo 3. Costo de capital propio (Ke) del sector elaboración de cacao, chocolate y productos de confitería	191
Anexo 4. Tasa efectiva anual de crédito preferencial o corporativo en Colombia 2015 – 2020.....	191
Anexo 5. Tasa de impuesto nominal.....	192

INTRODUCCIÓN

En el presente trabajo de investigación se pretende justificar y delinear unos parámetros que permitan mostrar la relevancia de realizar un estudio sobre el desempeño financiero en las empresas colombianas dedicadas a la elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería entre los años 2015 a 2020, con el fin de determinar su efectividad financiera y si está creando o destruyendo valor. Para llevar a cabo este objetivo se tuvo en cuenta los estados financieros (Estado de Situación Financiera y Estado de Resultados) que se encuentran en la base de datos EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021); una vez obtenida esta información se seleccionó aquellas empresas que cumplieran con los criterios establecidos para la evaluación del sector y posteriormente, se clasificaron por tamaño de acuerdo con la ley 905 del 2004, con las cuales se utilizaron indicadores financieros de crecimiento, rotación, endeudamiento, márgenes y rendimiento así como, también, el Valor Económico Agregado (EVA) con el cual se analizó la creación de valor.

La presentación del trabajo de investigación se divide en los siguientes capítulos:

Capítulo 1. Sector elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería, en el cual se encuentran aspectos generales del cacao, economía nacional y comercio exterior.

Capítulo 2. Problema de investigación, el cual comprende los antecedentes, el planteamiento, la formulación y la sistematización del problema de investigación.

Capítulo 3. Objetivos, general y específicos a desarrollar en el trabajo.

Capítulo 4. Justificación, en donde se exponen las razones por las cuales se realiza la investigación.

Capítulo 5. Marco de referencia, el cual tiene en cuenta: el marco teórico que da los fundamentos a la investigación, el marco conceptual, en donde se definen los términos que se emplean con mayor frecuencia, y el marco legal en el que se relaciona la normatividad empleada.

Capítulo 6. La metodología, la cual contiene el tipo de estudio a realizarse, el método de investigación, las fuentes empleadas, las técnicas y las fases de investigación.

Capítulo 7. Desempeño financiero de las empresas dedicadas al sector, clasificado de acuerdo con el tamaño de cada empresa.

Capítulo 8. Comparación entre los grupos de empresas.

Capítulo 9. Estudio de la Revista Dinero, que muestra un ranking de las empresas dedicadas a “Chocolate y Confitería” comparadas con las grandes empresas resultantes de esta investigación.

Capítulo 10. Conclusiones, a las cuales se llega después del desarrollo del presente trabajo.

Capítulo 11. Limitaciones y recomendaciones, las cuales deben ser reconocidas para el entendimiento del trabajo de investigación.

Capítulo 12. Bibliografía.

Capítulo 13. Anexos.

1 SECTOR ELABORACIÓN DEL CACAO, CHOCOLATE Y PRODUCTOS DE CONFITERÍA

Para la presente investigación se tuvo en cuenta la Clasificación Industrial Internacional Uniforme (CIIU), que proporciona un conjunto de categorías de las actividades productivas, las cuales cuentan con una gran relevancia, porque también permiten la creación, recopilación y presentación de informes estadísticos en consonancia a dichas actividades ahí presentadas (DANE, 2020b).

La actividad estudiada en esta investigación se encuentra en la sección C, correspondiente a Industrias Manufactureras:

División 10. Elaboración de productos alimenticios

108. Elaboración de otros productos alimenticios

1082. Elaboración de cacao, chocolate y productos de confitería

De acuerdo con el DANE (2020b), esta actividad productiva contiene: las siguientes actividades:

- La elaboración de cacao y de manteca, grasa y aceite de cacao.
- La elaboración de chocolate y productos de chocolate.
- La elaboración de productos de confitería; caramelos, turrón, confites blandos, chocolate blanco, entre otros.
- La conservación en azúcar de frutas, nueces, cáscaras de frutas, y otras partes de plantas.
- La elaboración de grageas y pastillas de confitería.
- La elaboración de gomas de mascar (chicles).

1.1 EL CACAO

El cacao era considerado en tiempos pasados como un fruto espiritual y divino, su nombre científico es *Theobroma*, palabra que en griego significa alimento de los dioses, este nombre fue brindado por el científico botánico Carlos Linneo en el siglo XVIII. Para los mayas y aztecas este árbol era un símbolo de abundancia, gobernabilidad y ascendencia (raza, casta), el cual servía como un conducto metafórico que permitía a las almas de los humanos y dioses, viajar a través de la tierra al cielo y el infierno (Girón, 2012).

El árbol de cacao se encuentra principalmente en los bosques húmedos-tropicales, su altura varía entre los 4 y 8 metros. Los frutos que de este desprenden, son bayas alargadas, comúnmente denominadas mazorcas, que oscilan entre los 15 y 30 centímetros de largo por 7 a 10 centímetros de ancho, son puntiagudos y cuentan con una especie de canales a todo su largo; cada mazorca puede contener aproximadamente entre 30 y 40 semillas, su tamaño es similar al de una almendra, son amargas y se encuentran recubiertas por una pulpa mucilaginosa de color blanco y de sabor dulce (Girón, 2012).

De acuerdo con el *Observatorio Del Cacao* (n.d.), un árbol de cacao puede tardar de 5 a 6 años para dar sus primeros frutos, todo dependerá principalmente del lugar en donde se encuentre ubicado. A menudo, es necesario que este cuente con otros árboles frondosos a su alrededor, los cuales le brinden sombra o lo protejan del sol, usualmente son denominados “madre de cacao” por la protección que le brindan. Para la producción de 1 kg de cacao, se hacen necesarias alrededor de 300 a 600 semillas.

Entre las variedades de cacao que se encuentran a lo largo del mundo, hay 3 consideradas como las principales: el cacao criollo, el cual es considerado de mejor sabor y cuenta con un aroma

particular; el cacao forastero, que es una variedad salvaje del cacao criollo originario de la selva Amazónica, su sabor es más amargo y es el que más se cultiva actualmente; y, el cacao trinitario, dado como resultado del cruce entre los árboles criollos y forasteros, en el que se combina el sabor típico del cacao criollo con la resistencia del forastero.

De acuerdo con Mejía Córdoba et al. (2017), El cultivo de cacao se produce durante todo el año, su recolección debe realizarse durante un periodo de 15 a 30 días, esto con la finalidad, de evitar la pérdida por enfermedades, la sobre maduración y mejorando la calidad final del mismo. A pesar de que el árbol produce todo el año, existen dos temporadas en las que se realiza la recolección mundial, estas se dan en los meses de octubre y marzo.

Prevía a la transformación Industrial de las almendras de cacao se encuentran las siguientes etapas:

- **Cosecha**

En el proceso de cosecha, al momento de recolección, es muy importante que no se dañe ni los brotes de tronco, los cuales son flores que se encuentran en desarrollo, ni los frutos que no se encuentran madurados; después de efectuado un corte, para desprender la mazorca, estos deben ser tapados para que nuevamente aparezcan nuevas flores. Los frutos se tardan alrededor de 5 o 6 meses para alcanzar su punto de madurez, la forma como se verifica que ya se encuentran para ser cosechados es que, los frutos de color verde pasan a tener un tono amarillo, los rojos un tono naranja, mientras que los frutos que llevan color violeta presentan una escasa alteración de color por lo que dificulta un poco el reconocimiento de su madurez (Mejía Córdoba et al., 2017).

- **Poscosecha**

De acuerdo con Mejía Córdoba et al. (2017), después de recolectar las mazorcas, existe una serie de actividades a desarrollarse antes de la transformación del cacao:

Partida de mazorcas: De forma cuidadosa se abrirán las mazorcas, sin afectar su contenido interior, se recomienda hacer uso de un machete y realizar dos cortes de forma vertical.

Desgrane de mazorcas: Después de partida la mazorca, se empieza a desgranarla, con la intención de extraer todos los granos existentes.

Fermentación: La semilla en baba es llevada a unos cajones de madera, los cuales tienen pequeños orificios, por donde el mucílago o baba se filtra. La ubicación de los cajones debe encontrarse bajo techo, para evitar fuertes corrientes de aire o intensos rayos solares. Se recomienda darles vuelta después de 48 horas para que se oxigene la masa y se homogenice la fermentación. La duración de la fermentación es de 5 a 6 días, dependiendo del clima de la región. Si los granos son dejados por más tiempo podrían pudrirse. Una vez pasados los días de fermentación, el embrión de la semilla muere, liberando los precursores de sabor y aroma (Mejía Córdoba et al., 2017).

De acuerdo con el Instituto Colombiano de Normas Técnicas ICONTEC (2021), los granos de cacao se clasifican teniendo en cuenta el nivel de fermentación, se encuentra el grano bien fermentado, cuyo proceso fue completo y la característica de su cáscara es de color marrón y fácilmente se puede desprender de la almendra, la almendra también posee un color marrón o pardo rojizo oscuro y con olor a chocolate; para los granos criollos, el color de la almendra es marrón claro; grano insuficientemente fermentado, cuyos cotiledones de la almendra son color violeta y su estructura es semi compactada; y, grano sin fermentar, el cual tiene un aspecto pizarroso, color interior gris negruzco y una estructura completamente compactada.

Secado: El objetivo del secado es disminuir la humedad del grano a 7%, este proceso tarda aproximadamente 5 a 6 días; el tiempo de exposición debe ser progresivo, el primer día solo debe exponerse el grano de 2 a 3 horas, el segundo de 4 a 6 horas y a partir del cuarto día, se puede

realizar una exposición total haciendo volteos cada dos horas. La exposición debe realizarse en camas de madera con protección para la lluvia, no se debe intentar acelerar su proceso intentando secarlo de otra forma. Durante este proceso se aprovecha para despegar granos, retirar pedazos de placenta o de cáscara que pudieron haber quedado de los procesos anteriores.

Empaque, almacenamiento y distribución:

Después del proceso de secado se empaqueta el grano en sacos o costales, si la producción es alta, el almacenamiento debe realizarse en lugares frescos con buena aireación, donde no se exponga a la humedad para evitar daños en la producción; o de lo contrario, se comercializa una vez empacado.

Existen diferentes alternativas de aprovechamiento del cacao, algunos parten de productos intermedios obtenidos dentro de la agroindustria de los granos del cacao, estos productos intermedios son;

Licor de cacao: Se obtiene de los granos secos, después de haber sido tostados y descascarillados, hasta obtener lo que se conoce como Nibs, los cuales posteriormente son molidos hasta obtener la pasta, masa o licor del cacao, la cual tendrá un color oscuro y viscoso y se utilizará para la producción de chocolates y coberturas, el cual después del proceso de conchado y atemperado es apreciado por su dureza y brillo (Mejía Córdoba et al., 2017).

Cacao en polvo: Obtenido el licor de cacao, este se dispone en un proceso de prensado de donde se obtiene la manteca de cacao o cacao en polvo. Este proceso se encuentra libre de grasa, y contiene una gran cantidad de polifenoles y alcaloides (cafeína), los cuales le brindan propiedades antioxidantes estimulantes, euforizantes, y remineralizantes, su uso se da principalmente en la fabricación de productos cosméticos (Mejía Córdoba et al., 2017).

Manteca de cacao: Conocida también como aceite de Theobroma, es la grasa que se obtiene después de someter la masa o licor de cacao a presión, esta mezcla contiene un alto porcentaje de ácidos grasos, entre los principales se encuentran: palmítico, esteárico y oleico, los cuales brindan de acuerdo con su cantidad, unas propiedades físicas distintas a la manteca. También, es usual encontrar antioxidantes como la vitamina E, en forma de β -tocopherol, α -tocopherol y γ -tocopherol los cuales brindan propiedades terapéuticas; es por ello que, es utilizada en cosméticos y productos farmacéuticos, helados y es el ingrediente principal en la fabricación de chocolate blanco, en el que es la responsable de características importantes como brillo, crocancia y textura, derivados de dicha manteca, la cual es muy importante para la evaluación del precio del producto final, pues influye directamente.

La Federación Nacional de Cacaoteros (FEDECACAO), es la entidad encargada de agrupar a los productores de cacao, administrar el Fondo Nacional del Cacao, encargado de representar y proteger los intereses de los cacaocultores en pro de una mayor competitividad y el Fondo de Estabilización de Precios, encargado de procurar un ingreso remunerativo para los productores, regular la producción nacional e incrementar las exportaciones.

1.2 ECONOMÍA NACIONAL

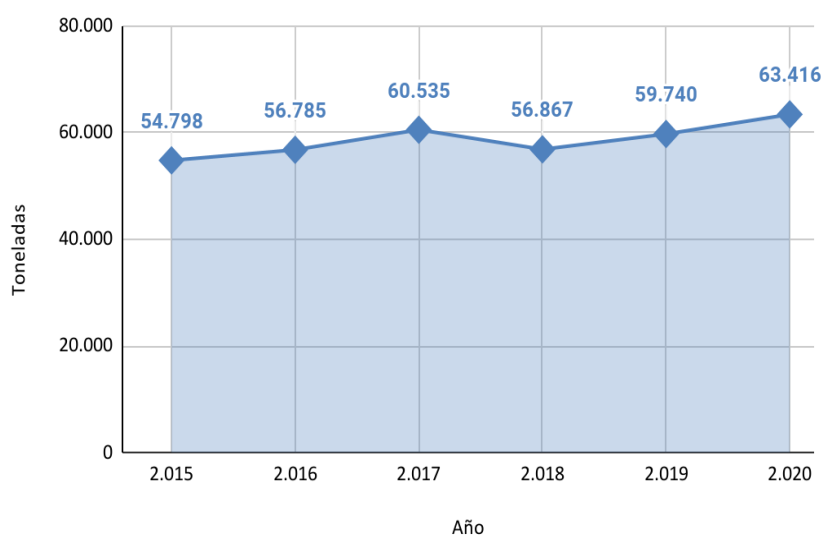
A nivel mundial, el cacao producido en Colombia es reconocido como fino de sabor y aroma, características que se encuentran en solo el 5% de la producción mundial. El pasado 08 de diciembre del 2021, se promulgó una ley que permitió el ingreso de Colombia a la Organización Internacional del Cacao – ICCO, la cual representa “al 96% de la producción de cacao en el mundo, y que con el ingreso de Colombia, reúne ahora a 52 países, de los cuales 23 son exportadores de cacao y 29 son importadores.” (Fedecacao, 2021). Es un importante logro para Colombia hacer

parte de esta organización porque ingresó como uno de los 10 productores más importantes de cacao, no solo por los niveles sino, también, por la calidad de producción que emana.

Para el desarrollo del sector de la elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería, se encuentra una cadena agroindustrial muy completa, la cual se fundamenta en componentes que se encargan de agregar valor y fortalecer las tareas que se desarrollan internamente, permitiendo lograr una mayor competitividad. La cadena agroindustrial del cacao “está conformada inicialmente por productores de cacao en grano (producción primaria), acopiadores regionales, grandes superficies, distribuidores de chocolates, exportadores de productos semielaborados, exportadores de grano (comercio) y productores de chocolates y confites.” (Finagro, 2018, p. 1)

La producción del cacao ha tenido un incremento muy alentador a lo largo de los años, para el año 2020 la producción tuvo un incremento del 15,7%, pasando de producir 54.798 toneladas en el año 2015, a producir 63.416 para el año 2020. (Ver Gráfico 1)

Gráfico 1. Producción Nacional del Cacao



Fuente: Elaboración propia, basado en Fedecacao (2022)

En Colombia, los departamentos con mayor producción de Cacao son: Santander, Antioquia, Arauca, Tolima y Huila, ya que cuentan con un piso térmico cálido, en el cual se da el desarrollo óptimo del cacao, en estos departamentos se puede encontrar una temperatura entre los 22°C y los 30°C. En los periodos noviembre – diciembre y mayo – junio es donde se obtiene mayor producción. Para el desarrollo correcto de este cultivo se requiere de unas características ideales que cuentan de: “suelos profundos, texturas francas con buena aireación, retención de la humedad, drenaje y fertilidad.” (Finagro, 2018, p. 2) En la Tabla 1, se puede apreciar el histórico de producción por departamentos.

Tabla 1. Histórico producción por departamentos

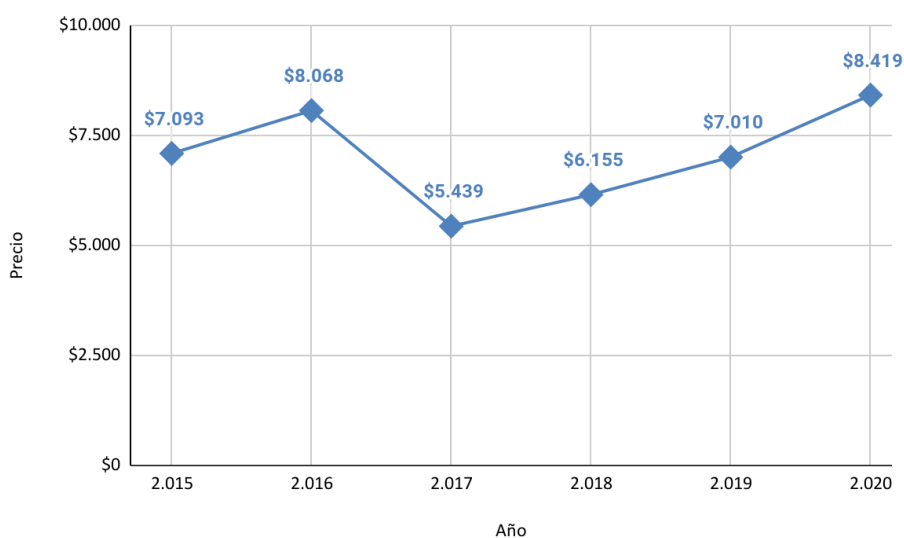
Dpto./ Año	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Santander	22.424	22.117	23.042	23.574	25.158	26.315
Antioquia	4.391	5.285	5.407	4.905	5.259	5.974
Arauca	5.629	6.398	5.037	4.478	4.546	5.082
Tolima	3.547	3.527	4.590	4.108	3.928	4.312
Huila	3.787	4.159	4.822	4.466	4.051	4.197
Nariño	2.876	2.059	2.871	3.376	3.285	2.980
Cundinamarca	1.604	2.141	2.115	1.504	2.211	2.127
Meta	1.592	1.843	2.071	1.610	2.134	1.949
Norte de Santander	1.814	1.656	1.786	1.101	1.512	1.606
Cesar	1.046	1.169	1.734	1.902	1.531	1.543
Caldas	452	820	1.016	967	1.065	1.343
Boyacá	1.030	1.021	974	867	1.191	1.280
Putumayo	868	1.004	1.188	998	869	1.133
Córdoba	485	659	457	401	710	791
Bolívar	448	373	409	724	463	505
Cauca	450	583	595	732	454	485
Caquetá	113	106	177	114	350	447
Quindío	46	60	74	167	230	339
Valle del Cauca	558	690	505	427	277	339
Magdalena	200	366	420	138	170	233
Chocó	332	454	605	162	134	133

Dpto./ Año	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Guaviare	146	155	287	64	83	103
Casanare	253	56	264	44	53	89
Risaralda	701	64	78	28	53	79
Vichada	2	3	6	6	14	14
Atlántico	1	1	0	0	0,5	10
Sucre	0	6	3	3	2	4
La Guajira	2	7	1	0	4	3
Amazonas	0	2	0	0	0,4	1
Guainía	1	0	0	1	0,2	0
Totales	54.798	56.785	60.535	56.867	59.740	63.416
Cifras expresadas en toneladas						

Fuente: Elaboración propia, basado en Fedecacao (2022).

El precio promedio de la producción nacional de cacao a nivel nacional ha ido evolucionando de forma positiva, ya que pasó de \$7.093 por kilo para el año 2015, a ser de \$8.419 para el año 2020, teniendo un incremento del 18,7% (ver Gráfico 2).

Gráfico 2. Evolución precio promedio nacional del Cacao

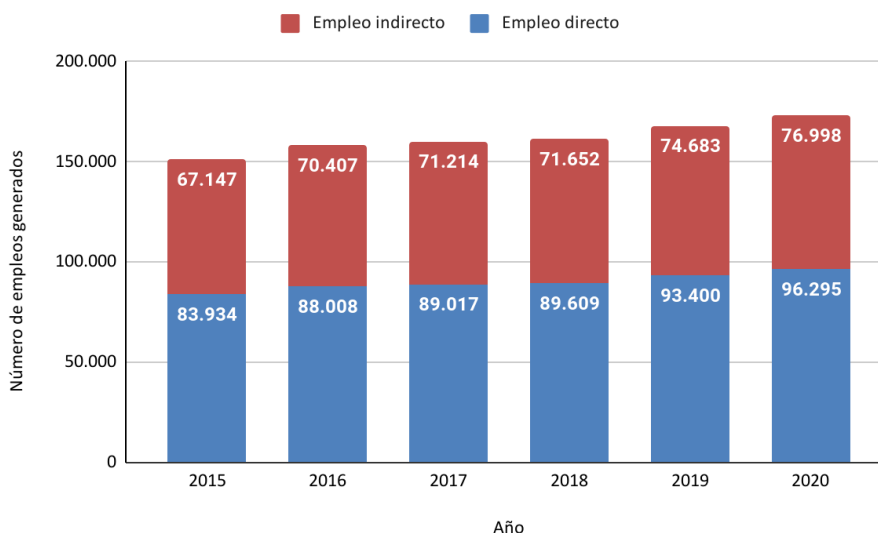


Fuente: Elaboración propia, basado en Fedecacao (2022)

Según Finagro (2018), el Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural (MADR) afirma que la producción es consumida en gran parte al interior del país, alrededor de un 90% de la producción del cacao es absorbida por la Compañía Nacional de Chocolates y Casa Luker, el 6% es utilizado por Chocolate Gigerones, Colombina y 18 empresas de pequeña escala, y el 4% de la producción restante, es comercializada internacionalmente.

De acuerdo con Finagro (2018) , en Colombia existen alrededor de 35 mil familias que se dedican a la producción del cacao, en algunas de ellas, la producción de este cultivo se utiliza como una alternativa a los cultivos ilícitos. En el Gráfico 3, se puede observar que los empleos que se generan en este sector se encuentran divididos entre empleos directos e indirectos, en términos porcentuales se encontró que durante el periodo 2015 – 2020, se presentó un crecimiento del número de empleos de 14,7%, pasando de ser 151.081 en el año 2015, a ser de 173.293 para el año 2020.

Gráfico 3. Número de empleos generados



Fuente: Elaboración propia, basado en Fedecacao (2022)

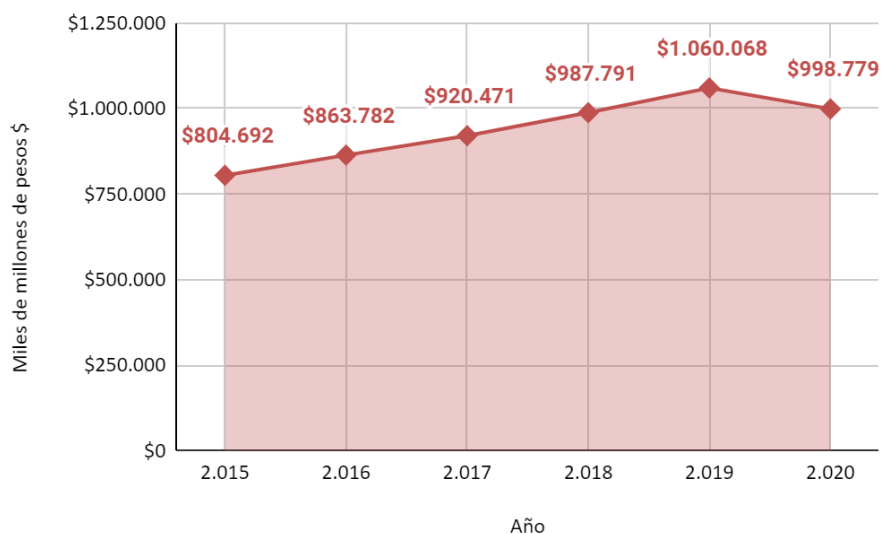
De acuerdo con el Banco de la República (2022b), a través del Producto Interno Bruto (PIB), se puede reconocer el valor de mercado que se da en un país por todos los bienes y servicios que se producen usando factores de producción disponibles en su interior. Visto de forma desagregada, en el PIB se puede encontrar alrededor de 12 agrupaciones en las que se encuentran las actividades económicas realizadas en el país. De acuerdo con el Gráfico 4, se puede observar que durante el sexenio existe una tendencia creciente, entre los años 2015 y 2019 se dio un incremento del 24,09%; para el año 2020 se observa una disminución en la contribución, la cual puede deberse a la pandemia por el virus COVID – 19, el cual tuvo una gran trascendencia a nivel mundial.

En cuanto a la Producción Nacional del Cacao que se presentó en el Gráfico 1, se puede observar que ambos gráficos presentaron una tendencia creciente entre los años 2015 – 2017, para el año 2018 la producción (56.867 toneladas) tuvo un decrecimiento en su nivel con una variación del -6,1% con respecto al año anterior (60.835 toneladas), la cual no afectó al PIB, puesto que sigue conservando su tendencia creciente, para los años 2019 - 2020 se observa nuevamente que la producción entra en crecimiento pero que no resulta igual para el año 2020 con relación al PIB, pues este disminuye.

La política monetaria en Colombia tiene como objetivo mantener una tasa de inflación baja y estable que a su vez permita alcanzar el máximo nivel sostenible del producto y empleo. Para lograr este objetivo, el Banco de la República cuenta con distintas acciones que le permiten regular la cantidad de dinero que circula en la economía colombiana y cumplir la meta de inflación proyectada en el horizonte de política. Uno de los instrumentos más conocidos se da a través de la tasa de interés de política monetaria o tasa de referencia, esta tasa corresponde a la tasa mínima que cobra a las entidades financieras por la liquidez que suministra mediante las operaciones de

mercado (OMA), las cuales son utilizadas para expandir o contraer la cantidad de dinero en la economía.

Gráfico 4. Producto Interno Bruto (PIB) colombiano 2015 – 2020



Fuente: Elaboración propia, basado en (Banco de la República, 2022a)

Existen dos tipos de OMAS: transitorias y permanentes, la expansión transitoria se da mediante operaciones repo, en las cuales el Banco de la República entrega dinero y recibe a cambio los títulos valores admisibles con el pacto de recomprarlos en una fecha posterior, y la operaciones de expansión permanente que corresponden a la compra de títulos del portafolio de deuda pública del banco. La Junta Directiva del Banco de la República define la tasa de intervención, la cual tiene vigencia desde el siguiente día hábil del que se llevó a cabo dicha junta. En la tabla 2. se puede observar las tasas de intervención en el periodo 2015-2020 (Banco de la República, 2022c).

Tabla 2. Tasa de intervención de política monetaria

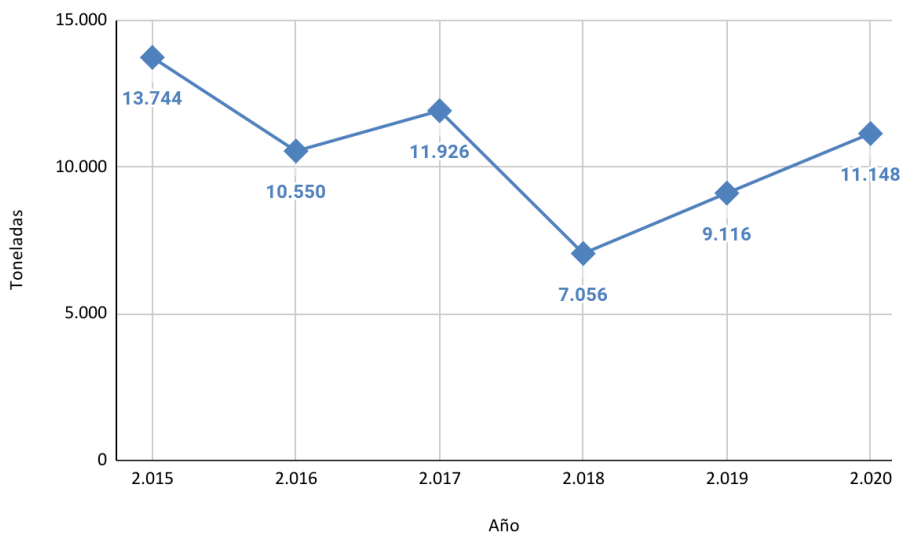
Año	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Promedio
Tasa de intervención	4,50%	5,75%	4,75%	4,25%	4,25%	1,75%	4,21%

Fuente: Elaboración propia, basado en (Banco de la República, 2022c)

1.3 COMERCIO EXTERIOR

El Gráfico 5, muestra las exportaciones que se dieron del cacao en grano durante el periodo 2015 - 2020, se puede notar que existe una tendencia creciente entre los años 2016 a 2017 y 2018 a 2020. La caída que se dio para el año 2016, se debe principalmente por la caída del precio de cotización del cacao y, en segundo lugar, por la oferta mundial presentada en esa época, la cual era superior a la demanda del periodo evaluado; para el año 2018 nuevamente se presenta una caída en comparación con el año 2017, debido a la baja cotización del precio que se presentó en la bolsa de New York al inicio del periodo y también, por la merma de la producción nacional en esa época.

Gráfico 5. Exportaciones del cacao en grano

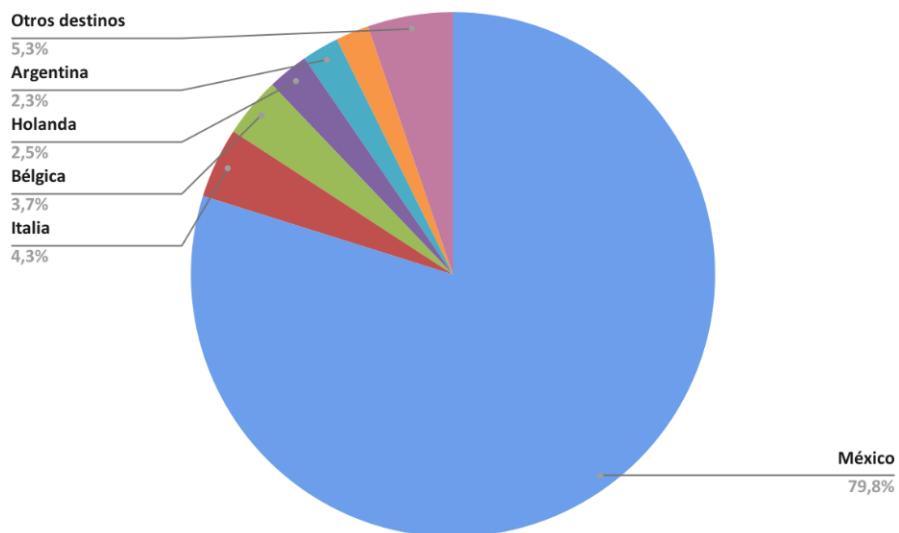


Fuente: Elaboración propia, basado en Fedecacao, (2022).

Las exportaciones que se dieron en grano para el año 2020 fueron de 11.148 toneladas; de acuerdo con el Gráfico 6, se puede observar que, el principal destino fue México, siendo la

exportación de 8.902 toneladas, equivalentes a una participación del 79,8% sobre el total de las exportaciones.

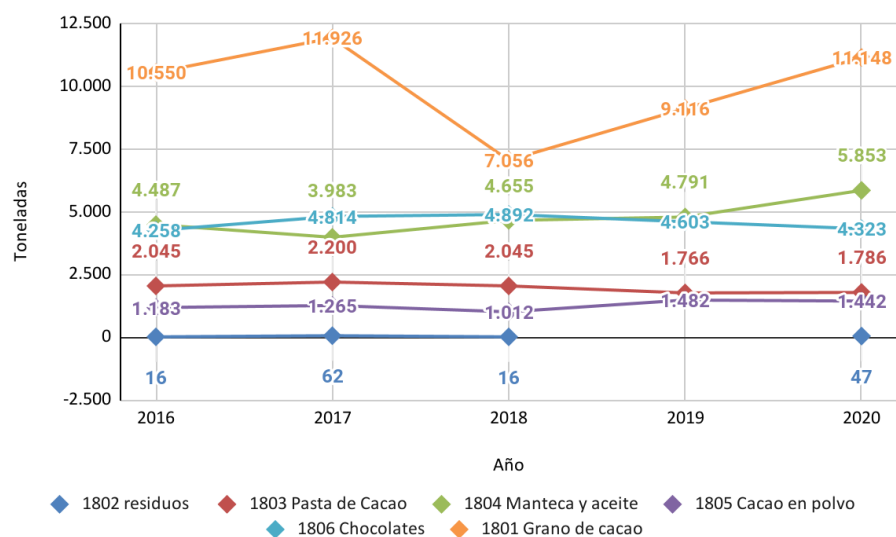
Gráfico 6. Exportaciones del cacao en grano según país de destino año 2020



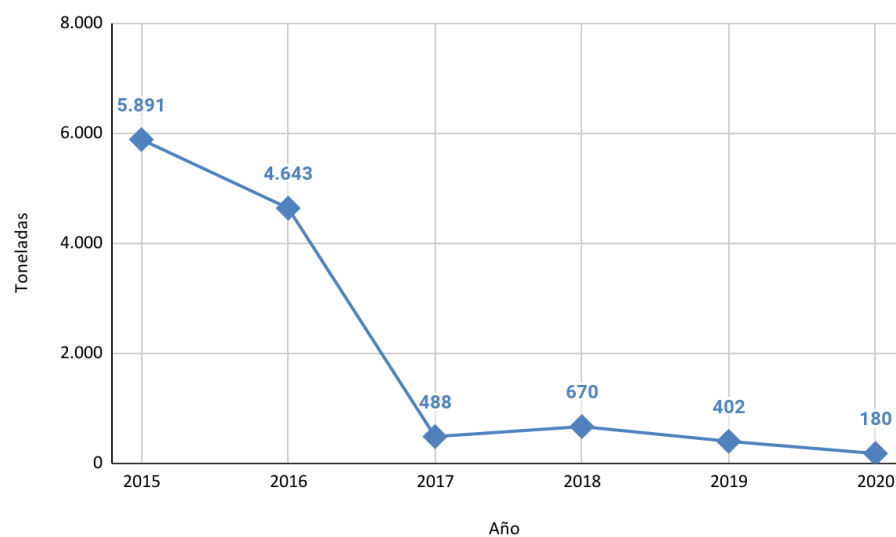
Fuente: Elaboración propia, basado en Fedecacao (2022).

Al igual que las exportaciones de cacao en grano, las exportaciones de los derivados del cacao han ido creciendo a lo largo de los años, se puede notar que para el año 2020, la partida arancelaria que tuvo mayor exportación fue 1804 Manteca y aceite, con un total de exportaciones de 5.853 toneladas, seguida del arancel 1806 Chocolates con 4.323 toneladas. (Ver Gráfico 7)

Las importaciones que se dieron de cacao en grano tuvieron una tendencia a la baja, se pasó de una importación de 5.891 toneladas a 180 toneladas para el año 2020 (Ver Gráfico 8).

Gráfico 7. Exportaciones anuales derivados del cacao 2016 - 2020

Fuente: Elaboración propia, basado en Fedecacao (2022)

Gráfico 8. Importaciones del cacao en grano

Fuente: Elaboración propia, basado en Fedecacao (2022)

2 PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN

2.1 ANTECEDENTES DEL PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN

Las investigaciones realizadas en el sector económico elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería se han enfocado principalmente en analizar el comportamiento financiero y productivo del cacao a nivel departamental y nacional, teniendo en cuenta datos estadísticos de los últimos años y su participación en el mercado internacional.

Para ampliar el conocimiento que se tiene acerca del sector económico a estudiar, se realizó una selección de documentos referentes al análisis financiero del sector específico a investigar y de algunos sectores económicos en Colombia y del Valor Económico Agregado (EVA), los cuales sirvieron de apoyo para el desarrollo del problema de investigación:

2.1.1. Análisis económico del sector cacaotero en Norte de Santander, Colombia y a nivel internacional (Vásquez-Barajas et al., 2018)

El artículo busca realizar un análisis del sector cacaotero en Norte de Santander, Colombia y a nivel internacional. Los resultados de este análisis permitieron conocer actualmente cuál es su situación, los determinantes de la oferta y la demanda y algunas orientaciones que se deben tener en cuenta ante el potencial de crecimiento del sector en Colombia. Para la realización de esta investigación se utilizó el método de investigación deductivo con estudio descriptivo y de campo. Se consultaron fuentes nacionales e internacionales de información, como Fedecacao y la International Cocoa Organization - ICCO; también se hizo uso de fuentes de información documentales de entidades estatales (DANE) y privadas.

Es importante para el desarrollo del trabajo de investigación tener en cuenta este artículo porque brinda una noción de aspectos generales e importantes del sector cacaotero a nivel departamental, nacional e internacional, con el objetivo de conocer la situación del sector. Los autores Vásquez-Barajas et al. (2018) plantean que se requiere incrementar la producción de cacao y mejorar la tecnificación en el cultivo para aprovechar la alta demanda de esta en el exterior, así como, también, mejores precios que le permitirán aumentar su participación internacionalmente, utilizando la ventaja diferencial del cacao fino y de aroma; permitiendo ser más competitivos gracias a los tratados comerciales vigentes en Colombia. Actualmente, el cacao se visualiza como cultivo importante en el marco del posconflicto, dado que al incrementar la producción del cacao en Colombia el impacto para los cultivadores es positivo, porque se podría reemplazar este producto por los cultivos ilícitos, generando así mejores ingresos debido al buen precio que registra tanto nacional como internacionalmente.

2.1.2. Análisis del desempeño financiero de empresas innovadoras del Sector Alimentos y Bebidas en Colombia (Rivera & Ruiz, 2011)

Es un artículo que hace referencia a la evaluación financiera de empresas innovadoras del sector alimentos y bebidas en Colombia durante los años 2000 – 2008. El estudio se realizó teniendo en cuenta indicadores financieros y del valor económico agregado, para verificar si se está cumpliendo con el objetivo financiero de crear valor económico en dicho sector, ya que este es uno de los más representativos en la economía de Colombia.

Para realizar la evaluación financiera del sector anteriormente nombrado, se recurrieron a fuentes de información tales como: información contable, información del mercado y gerencia de valor. La primera es la más utilizada por su exigencia legal; la segunda es exclusivamente para las

empresas que cotizan en bolsa y la información obtenida de la gerencia de valor es la menos utilizada, sin embargo, su uso se ha incrementado en los últimos años.

El artículo de Rivera & Ruiz fue importante para la presente investigación porque realizó un análisis del desempeño financiero de empresas con una actividad semejante a la del sector evaluado, también porque brindó una conceptualización de los indicadores financieros basados en datos contables y en el Valor Económico Agregado (EVA), útiles para llevar a cabo la evaluación en el sector cacaotero.

2.1.3. Análisis financiero con indicadores contables y de gestión del valor, de las empresas más representativas y sus subsectores del clúster de macro snacks en el departamento Valle del Cauca en el periodo 2013 – 2017 (Cuero, 2018)

Es un trabajo de investigación donde se realizó un diagnóstico financiero de las empresas más representativas del Clúster de Macro Snack en el departamento del Valle del Cauca, entre los años 2013 a 2017 en el que se evaluó si las empresas se encuentran creando o destruyendo valor y cómo se encuentran sus subsectores. Para la ejecución de este análisis financiero se utilizaron indicadores contables (crecimiento, rotación, endeudamiento, márgenes, rendimiento) y de gestión del valor (EVA).

Se tuvieron en cuenta fuentes de información secundarias como libros, monografías, artículos, bases de datos e interpretaciones de fuentes primarias. El tipo de estudio es exploratorio – descriptivo y tiene como fin realizar un análisis y caracterización de los comportamientos de los subsectores del Clúster de Macro Snacks en el Valle del Cauca. Además, emplean un método inductivo y como técnica el análisis de datos.

Este antecedente es un referente para la presente investigación, dado que, aunque el sector económico objeto de estudio no es el mismo, si es muy similar y tienen como finalidad realizar un análisis financiero de un determinado sector, por lo tanto, sirve como guía, en cuanto a la metodología y las técnicas empleadas en el desarrollo de la investigación, al igual que las fuentes de información sobre diagnósticos financieros, indicadores contables y la gestión basada en el valor.

2.1.4. Comportamiento del mercado del cacao en Colombia, Ecuador y Perú del año 2007 al 2018 y sus futuros. (Muñoz, 2019)

Es un trabajo de investigación que tiene como objetivo conocer y analizar el comportamiento del mercado del cacao en tres países en el periodo 2007 – 2018 y sus futuros, teniendo en cuenta cómo se encuentran entre ellos y frente al mercado internacional. Dentro del estudio se dan a conocer las oportunidades y desafíos que se presentan en los países objeto de estudio en el propósito de lograr un posicionamiento en el mercado internacional, al igual que los factores que influyen para aumentar la producción y ser más competitivos.

Para realizar este estudio se recurrió a fuentes secundarias, como la recolección de información en bases de datos, en el que se escogieron artículos y tesis, también se tuvieron en cuenta documentos estadísticos nacionales de cada país objeto de estudio. En cuanto al tipo de estudio se utilizó el descriptivo y su metodología fue mixta, es decir, cuantitativa y cualitativa.

Este trabajo de grado fue importante para la presente investigación, porque sirvió como un referente histórico de cómo se encontraba el sector cacaotero en Colombia en comparación con otros países que también exportan cacao fino y de aroma; brinda un panorama de las exportaciones e importaciones que se realizan en Colombia, Ecuador y Perú durante el periodo evaluado y,

además, da a conocer la cadena de valor que se da en estos países. Para Colombia, se muestra como aproximadamente el 80% de su producción es consumida internamente y el 20% restante se exporta a otros países.

2.1.5. Análisis financiero: una herramienta clave para una gestión financiera eficiente. (Nava, 2010)

Este artículo evalúa la importancia que tiene el análisis financiero como una herramienta útil y fundamental para una gestión financiera eficiente, puesto que consiste en identificar los aspectos económicos y financieros de una empresa y las condiciones con las que operan con respecto al nivel de liquidez, solvencia, eficiencia, endeudamiento, rendimiento y rentabilidad, permitiendo una adecuada toma de decisiones a nivel gerencial, económico y financiero dentro de la actividad empresarial (Nava, 2010). Su desarrollo se dio por medio de un estudio de análisis documental, el cual se encuentra basado en los fundamentos teóricos de varios autores, entre ellos Gitman (2003), Van Horne (2003), Elizondo y Altam (2003); quienes exponen las ideas principales del análisis financiero teniendo en cuenta los estados financieros de una empresa, los objetivos, técnicas e indicadores, por medio de los cuales se analiza e interpreta los datos contables y se identifica si existen fallas en el proceso gerencial.

Este estudio fue de gran utilidad para el trabajo de investigación, debido a que abarcó la importancia del diagnóstico financiero como una herramienta fundamental en el momento de evaluar una empresa financieramente en un periodo de tiempo establecido, con el propósito de obtener resultados que contribuyan a una toma de decisiones acertada, y a su vez sirva para comparar estos resultados con otras empresas de características similares o que se encuentren dentro de un mismo sector. La información que se encuentra consignada en los estados financieros

no es suficiente para conocer la situación económica – financiera de una empresa, sino que es preciso interpretar los resultados de la aplicación de los indicadores financieros para saber si es rentable y si su gestión está siendo eficiente y eficaz.

2.1.6. Conceptualización del EVA e identificación de las variables características que lo componen. (Becerra & Giraldo, 2012)

Es un trabajo de investigación que abarca el tema del Valor Económico Agregado (EVA) a través de una revisión bibliográfica que contiene: la historia, la aplicación, el cálculo del EVA y la comparación con los indicadores financieros tradicionales que permiten conocer las diferentes posiciones a favor y en contra de este indicador. Mediante la comparación se logra evidenciar que los indicadores financieros tradicionales no brindan por sí mismos una medición suficiente con respecto al ejercicio de la empresa. Para realizar la investigación se utilizaron referentes de información teóricos, como: Oriol Amat, Stephen R. Goldberg y Stern. J, Stewart III. B & Chew, Jr.

Este trabajo de grado es importante para la realización de la investigación, puesto que brinda la conceptualización, cálculo y aplicación del EVA, que es un indicador utilizado en el análisis financiero del sector cacaotero. También, permite evaluar la efectividad de los diferentes indicadores por medio de la comparación del EVA y los indicadores financieros tradicionales, dando a conocer aquellos indicadores que brinden información más completa, detallada y confiable sobre la situación actual de las empresas.

2.2 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN

Un estudio realizado en el 2018 por Techno Serve (organización internacional sin ánimo de lucro en pro de soluciones comerciales para la pobreza) en unión con la Cámara Procultivos de la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (ANDI), muestra la construcción de un modelo de agricultura competitiva en el que se tiene como fin, impulsar el sector de la agricultura y desarrollar al máximo las capacidades que pueden presentarse en el cultivo del cacao dado que, es uno de los tres cultivos a priorizar (Dinero, 2018a).

El potencial del cacao consiste principalmente en que para el año 2020 se estimó que habría un déficit de 1 millón de toneladas a nivel mundial y que en Colombia el 85% de la producción es considerada cacao fino, lo que lleva al país a tener una ventaja competitiva. Además, se cuenta con alrededor de 800.000 hectáreas aptas para la producción del cacao y un desarrollo en la industria y las instituciones dedicadas a este sector (Dinero, 2018a). Según el DANE (2020a), la actividad industrial de la elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería para el año 2019 con respecto al año 2018, tuvo una variación de producción del 6,6%; ventas: 7,5% y empleo 0,8%; ubicándola, como una de las 10 actividades con mayor variación del sector manufacturero.

El presente trabajo se encuentra enfocado en analizar el desempeño financiero del sector económico de las industrias manufactureras, más específicamente de la actividad CIIU 1082 - Elaboración de cacao, chocolate y productos de confitería en el periodo 2015-2020. El análisis realizado se basa en la interpretación y análisis de los resultados del cálculo de indicadores financieros tales como: crecimiento, rotación, endeudamiento, márgenes, rendimiento, y Valor Económico Agregado (EVA) con el fin de establecer el estado actual y conocer su evolución en el futuro, reconociendo a la vez, si las empresas dedicadas a este sector económico se encuentran generando o destruyendo valor.

El análisis del desempeño financiero es importante porque proporciona herramientas que permiten establecer el estado actual de las empresas dedicadas a este sector económico y comprender el porqué de sus resultados de operación, identificando si las decisiones financieras han influido favorablemente sobre su efectividad y si han permitido crear valor en el periodo 2015-2020. El análisis financiero selecciona y evalúa los estados financieros de las empresas de un sector determinado teniendo en cuenta la información disponible y más relevante para después relacionar e interpretar los resultados.

Para llevar a cabo la investigación de las empresas dedicadas al sector cacaotero, se tuvo en cuenta información recuperada de la base de datos EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021); la información recuperada es principalmente la de los estados financieros (Estado de Situación Financiera y Estado de Resultados) en el periodo 2015 – 2020; se escogió dicho periodo porque es el más reciente y da cuenta de cómo se ha comportado el sector en los últimos 6 años, permitiendo observar y comparar las variaciones que se presentan después de aplicados los diferentes indicadores.

Las plataformas actualmente cuentan con la información de aproximadamente 60 empresas dedicadas al sector objeto de estudio, dichas empresas se clasificaron de acuerdo con la ley 905 de 2004, la cual las clasifica teniendo en cuenta su tamaño. Con esta clasificación se pretendió identificar cómo se encuentra segmentado el sector, permitiendo realizar un estudio más minucioso de las empresas y de esta forma lograr que los resultados obtenidos sean más comparables, para conocer qué categoría de empresas, conforme a su tamaño, se encuentran creando o destruyendo valor y finalmente, concluir cómo se comporta el sector en los años evaluados.

2.3 FORMULACIÓN DEL PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN

¿Cuál ha sido el desempeño financiero de las empresas colombianas del sector de elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería de forma general y según su tamaño, en el periodo comprendido entre los años 2015 - 2020?

2.4 SISTEMATIZACIÓN DEL PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN

- ¿Cuáles son las teorías que permiten establecer el desempeño financiero de las empresas colombianas dedicadas al sector de elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería, considerando los indicadores financieros tradicionales y el Valor Económico Agregado (EVA)?
- ¿Cómo seleccionar y clasificar las empresas dedicadas al sector de elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería?
- ¿Cómo analizar el desempeño financiero con los indicadores contables tradicionales y teniendo en cuenta la creación y destrucción del valor en las empresas colombianas dedicadas a la elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería en el periodo 2015 - 2020 y qué factores influyen en este resultado?

3 OBJETIVOS

3.1 OBJETIVO GENERAL

Evaluar el desempeño financiero de las empresas colombianas dedicadas a la elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería de forma general y teniendo en cuenta su tamaño, en el periodo comprendido entre los años 2015 - 2020.

3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Presentar los fundamentos teóricos que permitan realizar la evaluación del desempeño financiero de las empresas colombianas dedicadas a la elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería, entre los años 2015 - 2020.
- Seleccionar las empresas colombianas dedicadas a la elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería entre los años 2015 - 2020 y clasificarlas de acuerdo con su tamaño.
- Analizar los indicadores contables tradicionales y el Valor Económico Agregado (EVA), determinando los factores que influyen en la creación o destrucción de valor en las empresas pertenecientes al sector de elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería, en el periodo 2015 - 2020.

4 JUSTIFICACIÓN

A continuación, se presenta la justificación del presente trabajo de investigación para obtener el título de contador público, la cual se encuentra enmarcada en el sector académico, empresarial, social y personal.

4.1 ACADÉMICA

El presente trabajo de investigación permitió aplicar a la práctica los conocimientos teórico-prácticos aprendidos en la academia durante la formación profesional; dichos conocimientos estuvieron relacionados con el área financiera y asignaturas como Administración Financiera y Gestión Basada en el Valor, que por medio de metodologías y técnicas financieras contribuyeron al desarrollo de la investigación. Además, se buscó fortalecer las competencias no solo de los estudiantes dedicados a realizar este trabajo de investigación, sino también, los conocimientos de sus futuros lectores acerca del análisis financiero basado en indicadores financieros tradicionales y el EVA.

Para los profesionales en contaduría pública es de gran relevancia realizar este tipo de investigaciones que están enfocadas en un sector de la economía del país, ya que les permite tener un mayor acercamiento al campo financiero, reconociendo la realidad económica en la cual se encuentran, y a su vez llevándolos a desarrollar competencias y habilidades que servirán de apoyo en la práctica profesional. La profesión contable posibilita que por medio del análisis de la información financiera de una o varias empresas o como es el caso de la presente investigación de un sector, se pueda entender y conocer la situación actual aportando los elementos necesarios para la toma de decisiones en pro de generar valor y realizar acciones de mejora.

Este trabajo de investigación se adecuó a los propósitos de la Universidad del Valle, en el sentido que buscó formar integralmente a un profesional capaz de producir e interpretar información contable y financiera de las organizaciones, tanto públicas como privadas; también, porque mediante la investigación formativa que se realizó para desarrollar este trabajo, permitió apropiarse mediante la práctica de algunos conceptos aprendidos a lo largo de la carrera en el campo financiero.

4.2 EMPRESARIAL

Realizar el presente análisis del desempeño financiero permitirá a las empresas dedicadas al sector económico de elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería conocer no solo si se encuentran generando o destruyendo valor sino, también, cuáles son los factores que están influyendo. Se busca brindar un punto de partida en retrospectiva el cual, acompañado de herramientas financieras busca servirles a las empresas para que puedan medir la eficiencia y eficacia de las decisiones que se han tomado en todos los niveles de gestión en un período determinado, y cómo esto ha servido para que fortalezcan la creación del valor dentro de ellas o, por el contrario, lleve la destrucción de valor. Para que, con ello, ideen estrategias que les permitan cambiar positivamente la forma en la que se trabaja internamente, de tal modo, que fomenten o fortalezcan la creación del valor.

4.3 SOCIAL

El sector económico de elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería es un sector que se encuentra actualmente en crecimiento, y por medio del análisis de desempeño financiero que se va a realizar en la presente investigación se busca que los diferentes grupos de

interés que hay en la sociedad tengan un punto de partida informativo en el que conozcan cuál es la situación actual de las empresas dedicadas al sector cacaotero y asimismo tengan un panorama del impacto que tiene este sector en la economía del país, de manera que sea útil para la toma de decisiones.

4.4 PERSONAL

Es de gran importancia a nivel personal esta investigación porque nos pone a prueba gran parte de los conocimientos aprendidos en el transcurso de la carrera profesional y los complementa de forma práctica, permitiendo desarrollar habilidades y destrezas que serán de gran utilidad para el profesional contable en el área financiera; además, brinda un acercamiento a la realidad económica de un sector que de acuerdo con Fedecacao se encuentra en crecimiento, pues se ha utilizado como un medio alternativo para sustituir cultivos ilícitos.

5 MARCO DE REFERENCIA

5.1 MARCO TEÓRICO

Dado que para este trabajo de investigación se va a realizar una evaluación del desempeño financiero de las empresas colombianas dedicadas a la elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería en el periodo comprendido entre los años 2015 – 2020, se hizo necesario para llevar a cabo esta investigación, examinar las diferentes teorías relacionadas con un análisis financiero, por lo cual, las teorías a desarrollar están encaminadas hacia la creación del valor y la gestión basada en el valor, también se realizó una exploración acerca de herramientas financieras tales como, los indicadores financieros tradicionales y el EVA, las cuales sirven de base para el correcto desarrollo de la presente investigación que permitió determinar si las empresas de este sector económico se encuentran generando o destruyendo valor.

5.1.1 Teoría de la creación del valor

En la teoría neoclásica, la creación del valor era reconocida en una empresa cuando era mayor el precio que los consumidores pagaban por un bien o servicio al de los costos que se tuvieron al producirlo, actualmente, esta percepción ha cambiado, de acuerdo con Álvarez (2016) el mercado percibe el valor en las empresas mediante los bienes y servicios que ofrecen; la administración a través de la optimización e incremento del precio de las acciones en el mercado; las empresas por medio de la identificación y optimización de las variables que crean valor y que se encuentran presentes en las decisiones financieras, económicas y de capital, tanto operativas como estratégicas, las cuales son tomadas por los ejecutivos a diario. En el desarrollo de las decisiones estratégicas se puede encontrar algunas que compondrán el valor, otras que lo crearán

y soportarán, las cuales, en su conjunto, permitirán a los ejecutivos adicionar y maximizar el valor económico de las empresas.

Para lograr esa adición y maximización del valor económico las empresas se apoyan principalmente en tácticas y estrategias. Las tácticas se desarrollan a corto plazo y tienen como finalidad ayudar a alcanzar las estrategias, y se encuentran orientadas a aumentar el margen operacional, optimizar la rentabilidad e incrementar el flujo de caja. Las estrategias a diferencia de las tácticas ofrecen valor a las empresas a largo plazo por medio de instrumentos de administración estratégica, de mercado, operativos, financieros y económicos, como la disminución del costo de capital, la selección de proyectos de inversión y la administración del financiamiento (Álvarez, 2016).

Desde el ámbito empresarial el valor económico es de gran interés porque conocerlo determinará el rumbo de las decisiones que tomen los stakeholders, en las que se planteen realizar inversiones o se piense también en la fusión de empresas, negociación de acciones en bolsa de valores, diseño de portafolios de inversiones, entre otros.

5.1.2 Gestión Basada en el Valor

La Gestión Basada en el Valor se define como “un conjunto de herramientas de gestión utilizadas para facilitar la administración de las operaciones de una compañía que permita el aumento del valor de los accionistas.” (Rivera, 2011, p. 33). De modo que, se enfoca en maximizar el valor de los propietarios y generar valor de forma integral para los diferentes stakeholders.

Se caracteriza porque permite evaluar financieramente y de forma anticipada los resultados que se pueden obtener dependiendo de las decisiones tomadas en una empresa, siempre y cuando estén encaminadas a la creación de valor económico. Una decisión que como consecuencia

incremente el valor de la empresa, debería ser tenida en cuenta por los directivos, aunque no quiere decir que después se vaya a tomar la misma decisión, pero si una decisión destruye o reduce el valor de la empresa, esta no puede ser considerada, debido a que las decisiones tienen un impacto financiero inmediatamente o a corto plazo que impactan en las actividades diarias de operación y otras a largo plazo. “La gestión basada en el valor enlaza las estrategias a largo plazo con los resultados operativos a través del objeto general de creación de valor económico agregado” (Rojo, 2007, p. 5).

La gestión basada en el valor consiste en orientar la gestión de las empresas a la creación de valor económico para sus accionistas y los demás agentes que intervienen en la empresa, optimizando la toma de decisiones, permitiendo tomar la decisión más adecuada. Para lograr la creación de valor se debe implementar un conjunto de estrategias con objetivos concretos, además, de medidas financieras y no financieras que se deben implementar en la gestión empresarial y en las decisiones operativas (Rojo, 2007).

La finalidad de la gestión basada en el valor es analizar la forma o estrategia en que una empresa crea valor en sus diferentes niveles, por medio de los diferentes procesos y actividades que establece la empresa. Asimismo, evaluar cuándo las decisiones tomadas en la empresa empiezan a crear valor, de forma que, se pueda alinear las estrategias con la creación de valor. (Rojo, 2007)

5.1.3 Indicadores financieros tradicionales

Los indicadores financieros son coeficientes que brindan unidades contables y financieras de medida y comparación, que se obtienen de la división de datos financieros, a través de ellos se puede analizar tanto el estado actual como anterior de una empresa, teniendo en cuenta los niveles

óptimos que se definen internamente. La información financiera que se extrae de los estados financieros se debe interpretar y analizar para poder conocer el estado de la empresa hasta el momento en que se genera dicha información; una forma de analizar los elementos financieros de la estructura de una empresa es por medio de los indicadores (Córdoba, 2014, p. 288).

Con los indicadores financieros se puede hacer comparaciones de diferentes periodos contables de una empresa y de esta forma, conocer cuál ha sido su comportamiento a través del tiempo, con los resultados que se obtienen al realizar la comparación se puede hacer una evaluación e implementar estrategias que aporten a la toma de decisiones y mejoren los resultados obtenidos anteriormente. Además, permiten realizar proyecciones a corto, mediano y largo plazo. Las comparaciones de las razones financieras deben hacerse con años anteriores de la misma empresa, con el promedio del sector y con empresas del mismo sector (Córdoba, 2014).

De acuerdo con Córdoba (2014), los índices financieros se utilizan para medir objetivos, planificar, comparar situaciones, tomar decisiones, diagnosticar e implementar medidas que sirvan para controlar la gestión. Las razones financieras para que sean efectivas se deben evaluar en conjunto y no de manera separada; también, se debe tomar en consideración la tendencia que se observe en el tiempo.

El análisis de los indicadores financieros no consiste simplemente en aplicar fórmulas a los datos contables, es más importante la interpretación. Un indicador financiero por sí solo puede ser que tenga poca relevancia para determinar aspectos importantes de la empresa, por eso es necesario confrontar sus resultados con empresas similares. Normalmente se realizan algunas comparaciones como: con la misma empresa, que evalúa el desempeño a través del tiempo, por medio de un análisis financiero en el cual se identifique si la empresa está logrando los objetivos planeados; con otras empresas, con las que se evalúan los resultados de los indicadores financieros entre varias

empresas al mismo tiempo, es decir, compara los resultados de la empresa con la de sus competidores, identificando áreas que pueden ser mejoradas. La importancia de los indicadores para las empresas es el comparativo, ya que si conoce sus indicadores y los del sector puede sacar conclusiones que apoyen la toma de decisiones (Cordoba, 2014).

Las razones financieras se deben interpretar con cautela, puesto que si se afecta alguno de sus factores se puede alterar la información financiera de la organización, por lo tanto, el análisis debe realizarse de forma detenida y considerando la información de las notas de los estados financieros, ya que allí se establecen los criterios y políticas de evaluación utilizados (Cordoba, 2014).

En cuanto a su clasificación, algunos indicadores financieros se pueden catalogar en: indicadores de endeudamiento o apalancamiento, que miden el nivel de financiación de una empresa mediante deudas; seguido se encuentran los indicadores de rotación o actividad, que miden la efectividad con que se utilizan los recursos de la empresa; por último, los indicadores de rentabilidad, que establecen la eficiencia de la administración para controlar los costos y gastos, y generar utilidades por medio de las ventas (Cordoba, 2014).

5.1.4 Valor Económico Agregado (EVA)

De acuerdo con lo expuesto por Rivera (2004), el valor económico agregado hace referencia a un sistema de gerencia financiera por medio del cual se busca mejorar la gestión empresarial a través de la medición y control de la utilidad residual, un apoyo fundamental para llevar a cabo este sistema gerencial, es la educación permanente y la compensación del personal que hace parte de la organización.

La utilidad residual se entiende como la diferencia que se da entre la utilidad operacional después de impuestos (UODI) y el cargo por todo el capital invertido; este último término hace referencia al costo de los recursos invertidos en pesos. La fórmula matemática sería la siguiente:

$$EVA=UODI - \text{Cargo de capital}$$

Según Rivera (2004), y teniendo en cuenta la fórmula anterior, en el cálculo del EVA se pueden presentar tres situaciones en el momento de medir sus resultados, la primera de ellas es cuando la empresa se encuentra en su punto de equilibrio, este resultado se da cuando el EVA es igual a cero y permite destinar la UODI tanto para el costo de deuda como para el capital propio; otra de las situaciones es cuando el EVA es mayor a cero y como resultado se obtiene que la empresa logra crear valor para sus propietarios; la última situación se da cuando el EVA es menor a cero, en este caso la empresa destruye valor y este debe asumirse por los propietarios.

Existen dos formas de medir el valor del EVA en términos absolutos:

- **Primera forma de medir el EVA**

$$EVA=Utilidad\ operativa\ después\ de\ impuestos - \text{Cargo de capital}$$

$$EVA=UODI - (\text{Activos netos operacionales}) (Ko)$$

$$EVA=UODI - (\text{Activos netos operacionales}) (\text{Costo del capital medio ponderado})$$

Para realizar el cálculo de la UODI existen partidas que no deben ser consideradas, entre las cuales se encuentran: los gastos financieros, incluida la protección fiscal; otras causaciones,

que no impliquen el manejo de caja, con excepción de la depreciación ya que se trata de un rubro comúnmente utilizado en la reposición de activos fijos; y, por último, las utilidades o pérdidas extraordinarias, las cuales no son recurrentes y por lo tanto, no forman parte de las operaciones normales dentro de la organización.

De acuerdo con Rivera (2004), La UODI en el periodo resulta de multiplicar la utilidad antes de intereses e impuestos (UAI) del periodo por $(1 - t)$, así:

$$UODI_j = UAI_j (1 - t)$$

De esta manera, se obtiene que la utilidad operacional después de impuestos del periodo resulta equivalente a la UAI del periodo después de impuestos.

Los activos netos operacionales (ANO) son iguales al capital de trabajo neto operacional (KTNO) más los activos fijos netos operacionales (AFNO).

$$ANO = KTNO + AFNO$$

El capital de trabajo neto operativo se calcula de la siguiente manera:

$$KTNO = \text{Activos corrientes operacionales} - \text{Pasivos corrientes sin costo explícito}$$

Al momento de evaluar el rubro de pasivos corrientes sin costo explícito se deben tener en cuenta aquellos recursos que las empresas utilizan sin la necesidad de pagar un costo alguno.

El costo de capital medio ponderado K_o representa una tasa promedio que resulta de la combinación de los costos que se generan por las diferentes fuentes de capital multiplicados por las ponderaciones relativas que cada componente tenga. Las fuentes de capital que se tienen en cuenta son aquellos financiamientos que las empresas utilizan para el desarrollo de su actividad operacional. Dentro de una organización, existen dos grandes fuentes de recursos financieros, el capital propio y la deuda hacia terceros, que permiten hallar K_o en el periodo j de la siguiente forma:

$$K_{o j} = K_e (1 - L) + K_i (1 - t) L$$

Donde

$K_{o j}$ = Costo de capital medio ponderado en el periodo

K_e = Costo de financiación propia

K_i = Costo de la deuda

t = Tasa de impuestos

L = Coeficiente de endeudamiento = Deuda total con costo explícito / ANO

- **Segunda forma de medir el EVA**

Si de la siguiente fórmula

$$EVA = UODI - (Activos netos operacionales)(K_o)$$

Se multiplica y se divide el segundo término por los activos netos operacionales, se obtiene:

$$EVA = \text{Activos netos operacionales} (UODI / \text{Activos netos operacionales} - Ko)$$

$$EVA = ANO(UODI/ANO - Ko)$$

Teniendo en cuenta lo anterior, para este caso el EVA va a ser igual a la diferencia resultante entre el rendimiento después de impuesto del activo neto operacional y el costo de capital medio ponderado multiplicado por los activos netos operacionales.

Cuando se realiza el análisis con el concepto del EVA “se busca confrontar la utilidad operacional después de impuestos y el cargo de capital, o de otra forma, compara el rendimiento después de impuestos del activo neto operacional frente al costo de capital medio ponderado.” (Rivera, 2011, p. 48); mientras que cuando se realiza por medio de los indicadores contables se concentran en determinar si el índice mejora de acuerdo con la situación inicial, puesto que su objetivo es aumentar la utilidad por acciones. El enfoque del valor económico agregado permite conocer si las nuevas oportunidades de inversión están contribuyendo a generar valor en la empresa.

5.2 MARCO CONCEPTUAL

A continuación, se encontrarán las definiciones de algunos conceptos relevantes para el análisis de los indicadores contables y el EVA, utilizados para realizar el estudio del desempeño financiero del sector cacaotero en Colombia y necesarios para el correcto desarrollo de la presente investigación.

5.2.1 Diagnóstico financiero

En las empresas el diagnóstico financiero se reconoce también como la evaluación de la situación financiera, el cual tiene como fin, dar a conocer si se está cumpliendo con el objetivo financiero, así mismo, permite identificar los factores internos (Constitución jurídica, estructura organizacional, clima organizacional, mercado nacional y de exportación) y externos (situación económica mundial, nacional y del sector al cual pertenece la empresa) que influyen en su proceso y las futuras repercusiones que pueden traer a la empresa. Gracias al diagnóstico financiero, las empresas pueden identificar cuáles son sus fortalezas, debilidades, oportunidades y amenazas (Rivera, 2004).

- Técnicas del diagnóstico financiero

Debido a que no hay una técnica estandarizada y distinguida internacionalmente, la cual de respuesta acerca de cuáles son las cuentas y los valores que se deben examinar en un análisis, los modelos de evaluación o los parámetros óptimos, es posible reconocer algunas técnicas destacadas, como, por ejemplo:

- Análisis horizontal.
- Análisis horizontal con base a un año.
- Análisis vertical o análisis estructural.
- Análisis de indicadores financieros.¹
- Análisis del flujo de fondos (Rivera, 2004).

¹ Para el desarrollo del presente trabajo de investigación solo se utilizará esta técnica.

5.2.2 Índices, indicadores o razones financieras.

De acuerdo con Rivera (2004), los indicadores financieros son “uno de los instrumentos del análisis financiero más ampliamente conocido y utilizado en las organizaciones, dada su facilidad del cálculo y su facultad de detectar los puntos fuertes y débiles de la actividad económica y financiera del negocio” (p.33).

El análisis financiero a través de los indicadores financieros permite realizar comparaciones de las variaciones que tiene una empresa o sector en un determinado periodo de tiempo, es importante que además de la aplicación de los indicadores se realice su debida interpretación, que en complemento con otra información sirvan de referencia para percibir como es el estado actual de la empresa y encontrar sus falencias y fortalezas.

A continuación, se presentan la clasificación de los indicadores financieros más utilizados según Rivera (2004):

a. Crecimiento

Son indicadores que permiten conocer cuál ha sido el comportamiento que ha tenido un sector en lo referente a ventas, utilidad neta y activos dentro de un periodo de tiempo.

Ventas: Comprende la cantidad de ingresos que recibe una empresa por llevar a cabo su actividad económica durante un periodo.

Utilidad neta: Es la resultante después de descontar de los ingresos obtenidos por una empresa, todos los gastos y tributos correspondientes dentro de un periodo. Es un indicador que permite conocer si existen ganancias o pérdidas.

Activos: Se definen según el Decreto 2270 (2019) como un recurso económico presente controlado por la entidad resultante de sucesos pasados. Se entiende como recurso económico el derecho que tiene el potencial de generar beneficios económicos.

b. Rotación

Estos indicadores miden la eficiencia con la que las empresas utilizan sus activos, se basan en la producción rápida de flujos de dinero con una menor inversión en activos. Su proceso es deteriorado cuando el proceso productivo se vuelve lento, es decir, que se deja de utilizar toda la capacidad de la planta o se acumulan existencias innecesarias en el inventario.

Los activos de una empresa deben contribuir a crear valor, es por eso, por lo que se debe evitar la conservación de activos improductivos e innecesarios. A continuación se presentan y describen los indicadores de rotación según Rivera (2004):

Rotación de cartera: Mide la rapidez con la que se recauda la cartera. Señala cuantas veces al año se recupera y se vuelve a otorgar créditos por el valor de las cuentas por cobrar a los clientes.

$$\text{Rotación de cartera} = \frac{\text{Ventas a crédito}}{\text{Cuentas por cobrar}} = \text{veces}$$

Rotación de inventario: Mide la rapidez con la que se vende el inventario de productos terminados, determinado el número de veces que se vende al año.

$$\text{Rotación de inventario} = \frac{\text{Costo de ventas}}{\text{Inventario}} = \text{veces}$$

Rotación de activos fijos: Indica el número de veces al año que se podría vender el activo fijo, sin embargo, este no se encuentra a la venta. De forma más precisa, lo que busca saber es en cuánto contribuyen los activos fijos a las ventas. Razón por la cual, muy a menudo se interpreta como la cantidad de unidades monetarias en ventas que genera una unidad monetaria de inversión en activos fijos.

$$\text{Rotación de activos fijos} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo fijo}} = \text{veces}$$

Rotación de los activos operacionales: Se denominan activos operacionales a todos aquellos activos que participan directamente en el cumplimiento del objeto social de una empresa. El activo operacional bruto toma en consideración, partidas como: cuentas por cobrar a clientes, inventarios y activos fijos, sin descontar provisiones ni depreciaciones. Esta razón se interpreta de forma similar a la rotación de activos fijos.

$$\text{Rotación de activos operacionales} = \frac{\text{ventas}}{\text{Activo operacional}} = \text{veces}$$

Rotación de activos totales: se espera que esta razón no tenga muchas diferencias con la razón de activos operacionales. Si esto llega a ocurrir, significa que existe una apreciable inversión en activos no operacionales, es decir, la compañía está dirigiendo gran parte de sus

recursos hacía activos que no están claramente relacionados con el objetivo o explotación de su actividad comercial.

$$\text{Rotación de activos totales} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos totales}} = \text{veces}$$

c. Endeudamiento

Son indicadores que pretenden medir en qué porcentaje y con qué tipo de deuda contribuyen los acreedores dentro del financiamiento de las empresas, dicho en otras palabras, buscan estimar el riesgo de endeudamiento y la capacidad que se tiene para asumir más deuda. Estos indicadores se describen a continuación, según Rivera (2004):

Nivel de endeudamiento: Este índice se encarga de medir qué porcentaje de los activos de la empresa se financia con recursos de los acreedores. Hace referencia a recursos de corto y largo plazo.

$$\text{Nivel de endeudamiento} = \frac{(\text{Total pasivo})(100\%)}{\text{Total activo}} = \%$$

Indicador de apalancamiento financiero o leverage: Es una forma de medir el endeudamiento de los recursos financieros que se obtienen por la empresa, se compara la proporción que aportan los prestamistas en relación con los dueños:

$$\text{Apalancamiento financiero total} = \frac{(\text{Pasivo total})(100\%)}{\text{Patrimonio}} = \%$$

O con cuanto financian los dueños con su patrimonio a los activos de la empresa:

$$\text{Apalancamiento financiero} = \frac{(\text{Activo total})(100\%)}{\text{Patrimonio}} = \%$$

d. Márgenes

A través de estos indicadores, se trata de medir la eficacia y efectividad de las empresas para generar utilidades. Existen dos clases de indicadores de rentabilidad, los primeros se asocian con las diferentes utilidades, señalan el porcentaje de utilidad que se genera de las ventas netas o cuantos pesos (\$) produce un peso (\$) de venta neta; mientras que en los segundos, se compara las utilidades con la inversión, indicando los porcentajes de utilidades que crean los recursos proporcionados por los inversionistas o dueños de la empresa, mide cuántos pesos (\$) de utilidad produce un peso (\$) de dinero invertido por los dueños y prestamistas, o por los dueños solamente. A continuación se presentan y se describen estos indicadores, según Rivera (2004).

Margen de utilidad bruta: La proporción de la utilidad bruta sobre las ventas netas depende de los factores que inciden sobre las ventas netas y el costo de ventas.

Los cambios en los ingresos netos se explican por las variaciones de la cantidad vendida y el precio de venta; mientras que las modificaciones en el costo de las ventas surgen por la

variación de los costos de materias primas, mano de obra directa y costos indirectos de fabricación.

$$\text{Margen de utilidad bruta} = \frac{(\text{Utilidad bruta}) (100\%)}{\text{Ventas netas}} = \%$$

Margen de utilidad operacional: El margen de utilidad operacional está sujeto a todos los hechos que influyen sobre el margen de utilidad bruta y los que afectan a los gastos de administración y ventas. Se excluyen los gastos financieros y no se debe tener en cuenta los ingresos no operacionales, ni los gastos no operacionales.

El margen de utilidad operacional permite conocer si la empresa está generando beneficios por sí misma, a través de la realización de su actividad económica.

$$\text{Margen de utilidad operacional} = \frac{(\text{Utilidad operacional}) (100\%)}{\text{Ventas netas}} = \%$$

Margen de utilidad neta: La relación que existe entre la utilidad y las ventas netas va a estar influenciada por todos los factores considerados en el margen de utilidad operacional, agregándole, aquellos que originan los gastos financieros, los otros ingresos y egresos no operacionales y los cambios en la provisión para el impuesto de renta.

Es conveniente realizar una comparación de esta razón con el margen de utilidad operacional para comprobar de donde proceden principalmente los resultados, si es de la operación o de otros ingresos o gastos diferentes, que a veces resultan inestables o esporádicos. Este margen permite saber si la empresa está generando beneficios a sus propietarios.

$$\text{Margen de utilidad neta} = \frac{(\text{Utilidad neta})(100\%)}{\text{Ventas netas}} = \%$$

e. Rendimiento

A continuación, se presentan y describen los indicadores de rendimiento según Rivera, (2004):

Rendimiento del activo o ROA: Es el encargado de medir la capacidad de la empresa para producir utilidades mediante el aprovechamiento de sus activos, sin tener en cuenta cómo ha financiado estos activos, o de otra manera, se puede decir que este indicador permite saber cuál es el rendimiento de la inversión que se ha hecho en el negocio, independiente de la forma como se ha financiado.

$$ROA = \frac{(\text{Utilidad operacional})(100\%)}{\text{Activo total bruto}} = \%$$

Rendimiento del patrimonio o ROE: Este índice muestra la retribución porcentual que las empresas dan a los propietarios por su capital invertido a valor en libros, como compensación al riesgo operativo y financiero que asumen. En este indicador es importante la forma como se ha financiado la empresa, por eso en el numerador presenta una utilidad para repartir exclusivamente entre los accionistas.

En el ROE influye el margen de utilidad, la rotación de activos y el apalancamiento financiero.

$$ROE = \frac{(Utilidad\ neta)\ (100\%)}{Patrimonio} = \%$$

Mediante el sistema Du Pont es posible determinar el efecto que genera la rotación de activos y el margen de la utilidad sobre el rendimiento del activo, así:

Rendimiento del activo = ROA

$$ROA = \frac{Utilidad\ operacional}{Ventas} * \frac{Ventas}{Activo\ total\ bruto}$$

$$ROA = (MARGEN\ DE\ UTILIDAD) * (ROTACIÓN\ DE\ ACTIVOS)$$

El sistema Du Pont ampliado da a conocer el efecto conjunto de la rotación de activos, el margen de utilidad y el apalancamiento sobre el rendimiento del patrimonio, así:

Rendimiento del patrimonio = ROE

$$ROE = \frac{Utilidad\ neta}{Ventas} * \frac{Ventas}{Activo\ total} * \frac{Activo\ total\ bruto}{Patrimonio}$$

$$ROE = (Margen\ de\ utilidad) * (Rotación\ de\ activos) * (Apalancamiento\ financiero)$$

5.3 MARCO LEGAL

Para el estudio de las empresas del sector cacaotero se tiene en cuenta las disposiciones de la Ley 905 de 2004, la cual en su artículo 2 clasifica las empresas según su tamaño. Para este

trabajo de investigación solo se tendrá en cuenta el criterio de monto de los activos de la siguiente manera:

1. Pequeña empresa:

- Activos totales por valor entre quinientos uno (501) y menos de cinco mil (5.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes

2. Mediana empresa:

- Activos totales por valor entre cinco mil uno (5.001) a treinta mil (30.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes.

3. Gran empresa:

- Aquellas que superen los topes establecidos en la mediana empresa, es decir, activos totales superiores a treinta mil (30.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes

6 METODOLOGÍA

6.1 TIPO DE ESTUDIO

En esta investigación el tipo de estudio empleado es exploratorio, Hernandez et al. (2010) explica que este tipo de estudios se realiza cuando se va a examinar un tema o estudio poco investigado, del cual existen dudas o no se ha abordado antes. Se dice que un estudio exploratorio es como realizar un viaje a un sitio inexplorado, del cual, se tenía un breve comentario; al no conocerlo, tardará un tiempo y quizá gastará más dinero del que hubiese gastado si ya hubiese tenido un conocimiento previo.

Los estudios que se han desarrollado dentro del sector cacaotero han tenido un enfoque distinto al empleado en esta investigación, con la cual se pretende realizar un análisis financiero y de gestión del valor, que evalúe si las empresas dedicadas a este sector económico se encuentran generando o destruyendo valor y determinar los factores que influyen en este resultado, el cual se espera, sirva de apoyo para futuras investigaciones.

6.2 MÉTODO DE INVESTIGACIÓN

El método de investigación es deductivo, puesto que se parte de lo general hacia lo particular; en este caso se parte de la teoría de Gestión Basada en el Valor con la cual se entra a evaluar un sector específico, el sector cacaotero. (Hernandez et al., 2010)

Con la información recuperada a través de las bases de datos (EMIS, Superintendencia de Sociedades) se realiza una depuración en donde se clasifican las empresas (población) de acuerdo con el tamaño, después se hacen los cálculos pertinentes para analizar los conceptos e indicadores que permitan dar respuesta al problema de investigación.

6.3 FUENTES DE INVESTIGACIÓN

De acuerdo con el autor Ander (2011), ningún autor comienza una investigación desde cero, debe estar al tanto de dónde recurrir para conseguir los documentos e información necesaria para comenzar una investigación. Las fuentes que pueden ser utilizadas son de tres clases: primarias, secundarias o ambos tipos de fuentes.

En el desarrollo de esta investigación se recurrió a fuentes de investigación secundarias, las cuales brindan información básica que “se encuentra en las bibliotecas y está contenida en libros, periódicos y otros materiales documentales.” (Méndez, 1990, p. 143). En las fuentes utilizadas están: fuentes bibliográficas, libros, artículos de investigación, tesis de temas relacionados, bases de datos (EMIS, Damodaran, Superintendencia de Sociedades) y páginas oficiales (DANE, FEDECACAO, FEPCACAO, FINAGRO).

6.4 TÉCNICAS DE INVESTIGACIÓN

La presente investigación tiene como técnica el análisis de datos, principalmente el análisis financiero, ya que parte de la información recopilada en las bases de datos EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021) referente al estado de situación financiera y el estado de resultados de aproximadamente 60 empresas dedicadas a la elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería. Por medio de estos estados financieros se puede evaluar la situación económica de las empresas del sector y desarrollar un diagnóstico financiero donde se realice un estudio de los indicadores financieros tradicionales y el EVA en donde permite conocer si las empresas están creando o destruyendo valor y qué factores influyen. Para llevar a cabo este diagnóstico es necesario comparar las empresas del sector de un año a otro, teniendo en cuenta su

tamaño y analizando los factores externos, para de este modo poder realizar una interpretación más precisa de información de los estados financieros a través de los resultados de los indicadores.

6.5 FASES DE INVESTIGACIÓN

Con el fin de establecer los conceptos que sirven de apoyo para efectuar el análisis financiero de las empresas dedicadas a la elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería en Colombia, se recurrió a fuentes de investigación secundarias, en las que se utilizó como principal herramienta los libros académicos que brindan las conceptualizaciones necesarias y explican los distintos métodos que existen para la elaboración de un diagnóstico financiero.

Por medio del análisis de datos se revisó qué empresas se encuentran dentro de la actividad CIIU 1082. Elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería entre los años 2015-2020; se verificó que cada una de ellas en los estados financieros (Estado de Situación Financiera y Estado de Resultados) cuente con la información necesaria para realizar el estudio del sector; posteriormente, se clasificaron las empresas resultantes teniendo en cuenta la ley 905 de 2004. A las empresas resultantes de la depuración se le realizó el cálculo y análisis de los indicadores financieros de crecimiento, rotación, endeudamiento, márgenes y rendimiento así como, también, el Valor Económico Agregado (EVA).

Una vez aplicados los indicadores a los estados financieros de las empresas del sector cacaotero y obtenidos los resultados, se pudo identificar cómo se encuentran financieramente en términos de eficiencia, eficacia y rentabilidad; asimismo, se pudo conocer a través del Valor Económico Agregado (EVA) si se está destruyendo o generando valor en un periodo financiero concreto y cuáles son los factores que inciden en el resultado.

Para el periodo 2015 – 2020 se encontró un promedio de aproximadamente 60 empresas en las bases de datos de EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021) de las cuales en el proceso de depuración se descartaron aquellas que no tenían información completa o que tenían inconsistencias en la ecuación contable ($\text{Activos} = \text{Pasivos} + \text{Patrimonio}$), una vez seleccionada las empresas que contaban con la información requerida se obtiene una población promedio de 22 empresas por año que se clasificaron por tamaño teniendo en cuenta el marco legal de la presente investigación.

En la Tabla 3 se observa el número total de empresas que reportan información en EMIS y Superintendencia de Sociedades, de las cuales se descartaron un promedio de 11 empresas por no tener información completa y un promedio de 27 empresas por no cuadrar la información contable, dando como resultado un promedio de 22 empresas por año.

Tabla 3. Depuración de empresas

Registro de empresas (Reportadas por la base de datos EMIS y la Superintendencia de Sociedades)						
Año	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Número de empresas total	47	65	63	66	61	63
No reportan información financiera completa	2	11	15	14	13	14
No cuadra la ecuación contable	24	33	31	28	23	23
Resultado	21	21	17	24	25	26

Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

En la Tabla 4, se muestra la clasificación por tamaño de las empresas que quedaron como resultado de la depuración y que, a su vez, contaban con la información completa durante los años del periodo de estudio.

Tabla 4. Clasificación de empresas según su tamaño

Clasificación	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Pequeña Empresa	4	3	0	3	3	3
Mediana Empresa	6	7	6	10	11	11
Gran Empresa	11	11	11	11	11	12
Total empresas del sector	21	21	17	24	25	26

Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

Por último, se llevó a cabo el diagnóstico financiero del sector elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería en donde se interpretaron los resultados a nivel general y por cada grupo de empresas, para finalmente concluir sobre la situación financiera de las empresas que componen el sector y compararlas con respecto a este.

7 DESEMPEÑO FINANCIERO DE LAS EMPRESAS DEDICADAS A LA ELABORACIÓN DE CACAO, CHOCOLATE Y PRODUCTOS DE CONFITERÍA

En el presente capítulo se lleva a cabo el análisis de los resultados de indicadores contables y de creación de valor para el total de empresas que reportaron información en EMIS y la Superintendencia de Sociedades (Ver Anexo 1) y para las poblaciones agrupadas por tamaño (pequeñas, medianas y grandes), determinando su desempeño financiero en cuanto a crecimiento, rotación, endeudamiento, márgenes y rendimiento en primera instancia; y, posteriormente los factores del costo de capital y rendimientos que afectaron la creación o destrucción de valor en el periodo estudiado (2015-2020). Para el cálculo y análisis de los indicadores financieros y el EVA se utilizó la información de los estados financieros promedio del total de empresas y por cada grupo (Ver Anexo 2).

7.1 TOTAL EMPRESAS DEL SECTOR ELABORACIÓN DE CACAO, CHOCOLATE Y PRODUCTOS DE CONFITERÍA

En la Tabla 5, se presentan los indicadores contables y de gestión del valor para el total de empresas del sector, con sus respectivos valores anuales y el promedio del sexenio.

Tabla 5. Indicadores sector elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería

Indicador	Periodo						
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Promedio
CRECIMIENTO							
Ventas (millones \$)	\$227.422	\$248.070	\$295.636	\$215.211	\$228.317	\$224.158	\$239.802
Utilidad neta (millones \$)	- \$2.959	\$8.526	\$7.582	\$14.456	\$7.525	\$5.535	\$6.778
Activos (millones \$)	\$259.541	\$275.400	\$345.797	\$254.557	\$261.657	\$257.440	\$275.732

ENDEUDAMIENTO							
Nivel de endeudamiento (%)	58,8%	56,9%	55,9%	53,9%	56,5%	57,5%	56,6%
Endeudamiento en el corto plazo (%)	52,4%	52,9%	49,6%	55,8%	45,7%	43,5%	50,0%
Apalancamiento financiero (%)	242,6%	231,9%	226,6%	217,1%	229,8%	235,1%	230,5%
Apalancamiento financiero total (%)	142,6%	131,9%	126,6%	117,1%	129,8%	135,1%	130,5%
ROTACIÓN							
Rotación de cartera (veces)	7,52	8,54	8,16	8,45	8,68	10,08	8,57
Rotación de inventario (veces)	6,63	6,64	6,61	5,78	5,74	5,78	6,20
Rotación de activos fijos (veces)	1,25	1,25	1,15	1,15	1,21	1,20	1,20
Rotación de activos totales (veces)	0,88	0,90	0,85	0,85	0,87	0,87	0,87
MÁRGENES							
Margen de utilidad bruta (%)	27,0%	24,7%	25,5%	26,5%	26,8%	24,5%	25,8%
Margen de utilidad operacional (%)	0,3%	4,5%	3,8%	5,6%	5,7%	4,2%	4,0%
Margen UODI (%)	-0,2%	3,8%	3,4%	5,4%	4,4%	3,5%	3,4%
Margen de utilidad neta (%)	-1,3%	3,4%	2,6%	6,7%	3,3%	2,5%	2,9%
RENDIMIENTO							
ROA (%)	0,2%	4,1%	3,3%	4,7%	5,0%	3,6%	3,5%
ROE (%)	-2,8%	7,2%	5,0%	12,3%	6,6%	5,1%	5,6%
COSTO DE CAPITAL							
Ko (%)	7,39%	9,23%	7,07%	6,39%	6,20%	4,54%	6,80%
Ke (%)	18,31%	13,70%	11,39%	11,41%	12,46%	8,36%	12,61%
Ki (%)	7,99%	11,44%	9,81%	7,78%	7,42%	6,25%	8,45%
L (%)	88,59%	87,34%	87,83%	81,03%	83,61%	92,94%	86,89%
t (%)	25,00%	25,00%	34,00%	33,00%	33,00%	32,00%	30,33%
Valor económico agregado (EVA)							
UODI (millones \$)	\$429	\$8.408	\$7.434	\$8.098	\$8.728	\$6.363	\$6.577
ANO (millones \$)	\$68.940	\$77.048	\$103.592	\$83.654	\$89.578	\$89.824	\$85.439
KTNO (millones \$)	\$11.294	\$4.610	\$11.648	\$11.650	\$19.308	\$23.198	\$13.618
AFNO (millones \$)	\$57.646	\$72.438	\$91.944	\$72.004	\$70.270	\$66.627	\$71.821
EVA (millones \$)	- \$4.669	\$1.299	\$109	\$2.752	\$3.175	\$2.284	\$825
EVA / ANO (%)	-6,77%	1,69%	0,10%	3,29%	3,54%	2,54%	0,73%
UODI / ANO (%)	0,62%	10,91%	7,18%	9,68%	9,74%	7,08%	7,54%

Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

Notas:

Ver Anexo 3.

Ver Anexo 4.

L=Deuda con costo explícito / Activo neto operacional.

Ver Anexo 5.

Las anteriores notas aplican para las Tablas 6, 7 y 8.

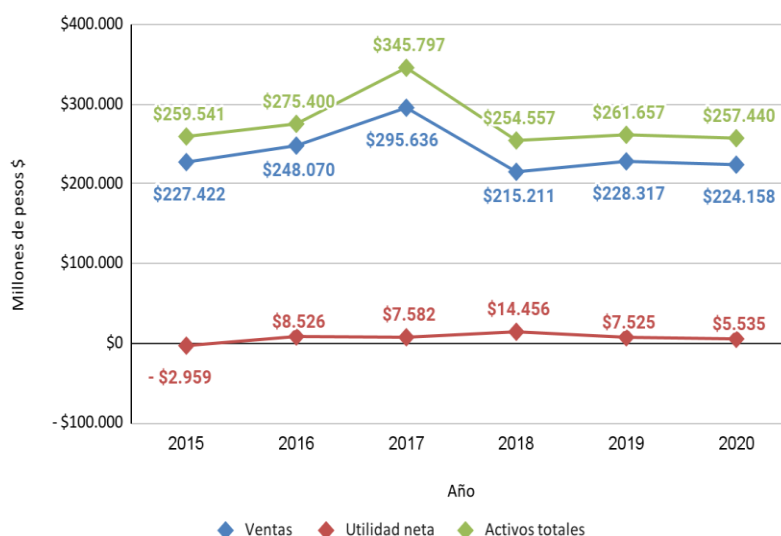
Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

a. Crecimiento – total empresas

Las ventas promedio del total de empresas del sector tuvieron un crecimiento sostenido durante los primeros tres años del periodo, pasando de \$227.442 (en 2015) a \$295.636 millones de pesos en 2017, año a partir del cual las mismas decayeron en un 27,2% para el 2018, sin embargo, para el año siguiente lograron recuperar un 6,1% de su valor, para finalmente ubicarse en \$224.158 millones de pesos para el último año del sexenio presentando un comportamiento similar a la producción nacional del cacao, como por ejemplo, se puede notar que para el año 2017 se dio una de las mayores producciones del periodo y también, hubo una de las mayores ventas, mientras que para otros años, como el año 2018, la producción fue baja y asimismo las ventas (Ver Gráfico 1).

Por su parte, la tendencia de los activos totales de las empresas del sector estudiado fue bastante similar al de las ventas, ya que durante los primeros tres años crecieron en un 33,2% alcanzando su punto más alto en el año 2017 ascendiendo a \$345.797 millones de pesos, cuyo valor decayó posteriormente en el año 2018, llegando a su año más bajo con \$254.557 millones de pesos, para los años 2019 y 2020 se observa una estabilidad, llegando a ser para el año 2020 de \$257.440 millones de pesos. El promedio de activos de total de empresas del sector se ubicó en \$275.732 millones de pesos (Ver Gráfico 9).

La utilidad neta promedio del total de empresas del sector ascendió a \$6.778 millones de pesos, sin embargo en el Gráfico 9 se puede observar que, en el año 2015 tenían pérdidas por valor de -\$2.959 millones de pesos, a partir del año 2016 las utilidades netas tendieron a crecer, alcanzando su punto más alto en el 2018 con una ganancia de \$14.456 millones de pesos, sin embargo luego de esto, decayó en un -47,9% para 2019 y -26,4% para el último año del periodo estudiado, pero sin llegar a ser nuevamente negativas.

Gráfico 9. Indicadores de crecimiento – Total empresas del sector

Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

b. Endeudamiento – Total empresas

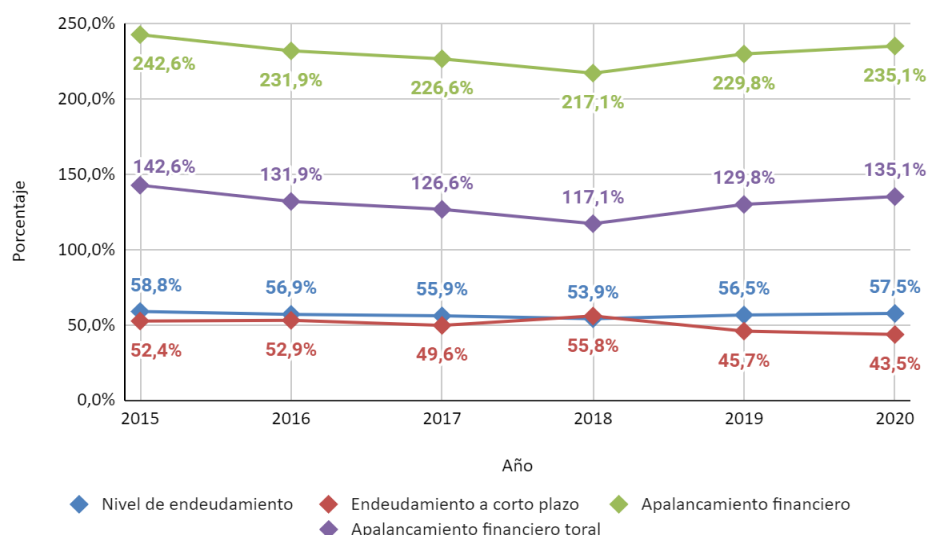
El promedio del nivel de endeudamiento del total de empresas del sector se ubicó en un 56,57%, según lo cual un poco más de la mitad de los activos fueron financiados con recursos proporcionados por los acreedores. Este indicador mantuvo una relativa estabilidad en el periodo evaluado porque osciló entre 53,9% (en 2018) y 58,8% (en 2015).

La concentración del endeudamiento en el corto plazo ubicó su promedio en un 50%, lo que indica que el total de empresas del sector de elaboración de cacao, chocolate y productos de confitería analizadas en la presente investigación gestiona sus cuentas por pagar a corto y largo plazo en partes iguales. Este indicador mostró pocas fluctuaciones durante la primera mitad del sexenio, sin embargo, para el año 2018 alcanza su valor más alto con 55,8%, para luego decaer hasta 43,5% en el año 2020.

El apalancamiento financiero presentó un comportamiento con dos tendencias, inicialmente del 2015 al 2018 decayó en un -25,5% de su valor, mientras que del 2018 al 2020

creció en un 18%. Por su parte, el apalancamiento financiero total osciló de la misma forma en que lo hizo el apalancamiento financiero, alcanzando su punto más bajo en el año 2018 con 117,1% y el más alto en 142,6% y un valor promedio de 130,5% para el sexenio (Ver Gráfico 10).

Gráfico 10. Indicadores de endeudamiento – Total empresas del sector



Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

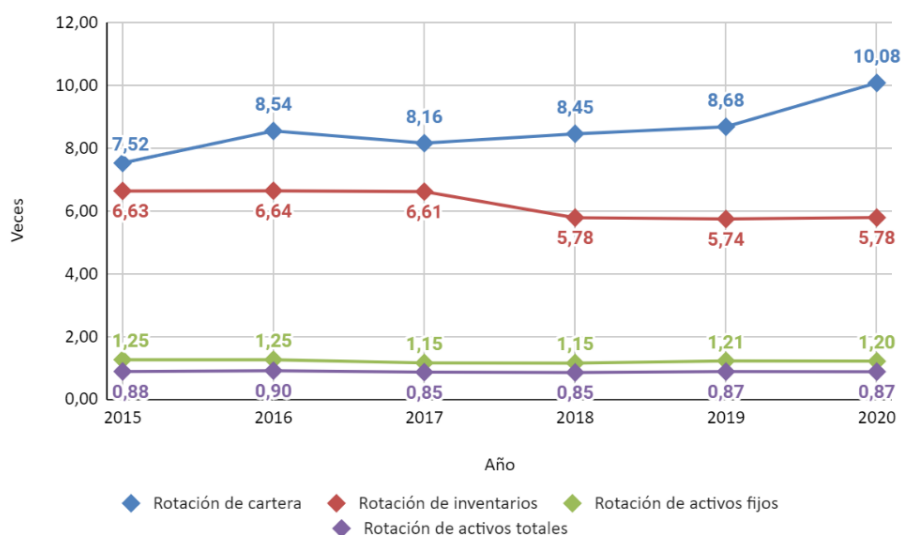
c. Rotación – Total empresas

La cartera de las empresas del sector rotó en promedio 8,57 veces en el año durante el sexenio 2015 a 2020, presentando una tendencia positiva para recuperar las cuentas por cobrar a clientes, ya que pasó de 7,52 veces en 2015 a 10,08 veces en el 2020 alcanzando su punto más alto, con excepción del 2017 que disminuyó en un 4,5% con respecto al año anterior.

La rotación de inventarios del sector permaneció constante entre el periodo 2015 a 2017 con una rotación promedio de 6,63 veces. El 2018 disminuyó con relación al año anterior, tuvo una disminución de 12,5% (2017-2018) y el periodo 2018 a 2020 se mantuvo constante con una rotación promedio de 5,77 veces, pero por debajo de la rotación inicial del periodo objeto de estudio que fue de 6,63 veces.

La rotación de activos fijos presentó una rotación promedio de 1,20 veces en el año, lo que indica que la contribución de los activos para generar ventas es estable en el periodo estudiado. En cuanto a la rotación de activos totales del sector se observó un comportamiento similar al de la rotación de activos fijos, durante el sexenio 2015 a 2020 tuvo una rotación promedio de 0,87 veces en el año (Ver Gráfico 11).

Gráfico 11. Indicadores de rotación – Total empresas del sector



Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

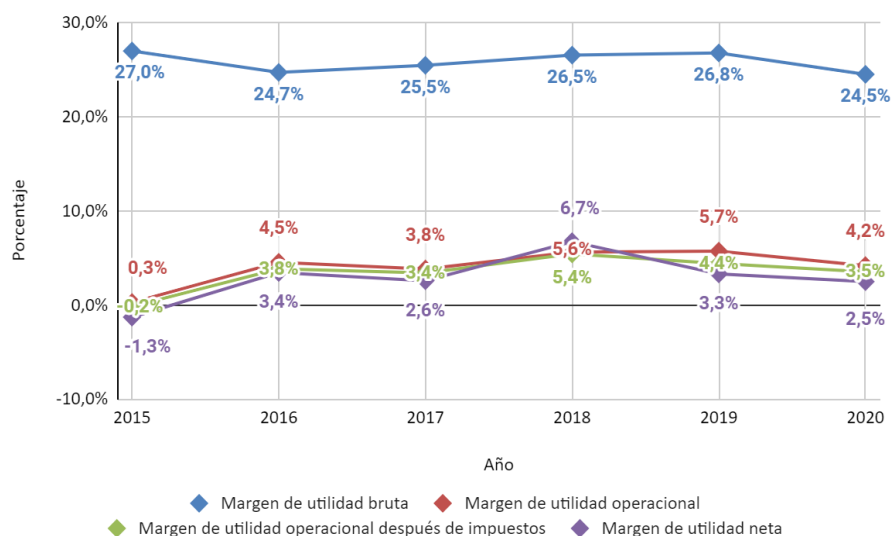
d. Márgenes – Total empresas

El margen de utilidad bruta promedio del sector estudiado se ubicó en 25,8% y presentó una disminución de 2,5% entre el 2015 y 2020, a pesar de que la mayor parte del sexenio creció en su valor, pasando de 24,7% en 2016 a 26,8% para el año 2019; por el contrario del 2015 al 2016 y del 2019 al 2020 el margen bruto bajó un -2,3%, comportamiento que coincide con el precio del cacao, el cual fue el más alto durante el sexenio (ver Gráfico 2). A pesar de lo mencionado, es posible hacer mención de que la tendencia del margen bruto se muestra estable, reflejado en sus porcentajes de variación relativamente bajos.

El margen bruto se vio disminuido por los gastos operacionales (principalmente los administrativos), dando como resultado un margen de utilidad operacional promedio de 4,01% para el periodo estudiado; este indicador tendió a crecer porque pasó de 0,3% en 2015 a 4,2% en 2020, lo que porcentualmente representó una variación del 3,9%. Del primer (2015) al segundo año (2016) del sexenio se evidenció el mayor aumento en el margen operacional del total de empresas del sector llegando a 4,5% en el 2016, mientras que su caída más representativa surgió del 2019 (5,7%) al 2020 (4,2%). El margen de utilidad operacional más bajo (0,3%) se debe a que los otros gastos operativos en los que incurrieron en el año 2015 fueron los más altos.

Al igual que el margen operacional, el margen UODI del sector objeto de estudio tuvo una tendencia creciente, debido a que en el año 2015 empezó en -0,2% y para el último año del periodo estudiado (2020) terminó en 3,5%; esto sin perjuicio de que a lo largo de los años fluctuó entre valores altos y bajos, así: los periodos en los que creció fueron 2015-2016 (4%) y 2017-2018 (2%), mientras que decreció en los años: 2016-2017 (-0,4%) y 2018-2020 (-1,9%).

Por último, el margen de utilidad neta promedio ascendió a 2,86% para el sexenio; este índice creció de forma considerable entre el 2015 y el 2018, pasando de -1,3% a 6,7%, que como se puede observar en el Gráfico 12, es su punto más alto de los seis años, además de ser atípico por alcanzar un valor superior a los márgenes operacional y UODI, esto como resultado de ingresos no operativos netos de un valor significativo. Después del 2018, el margen neto para el total de empresas del sector tiende a decaer, ubicándose en 2,5% para 2020.

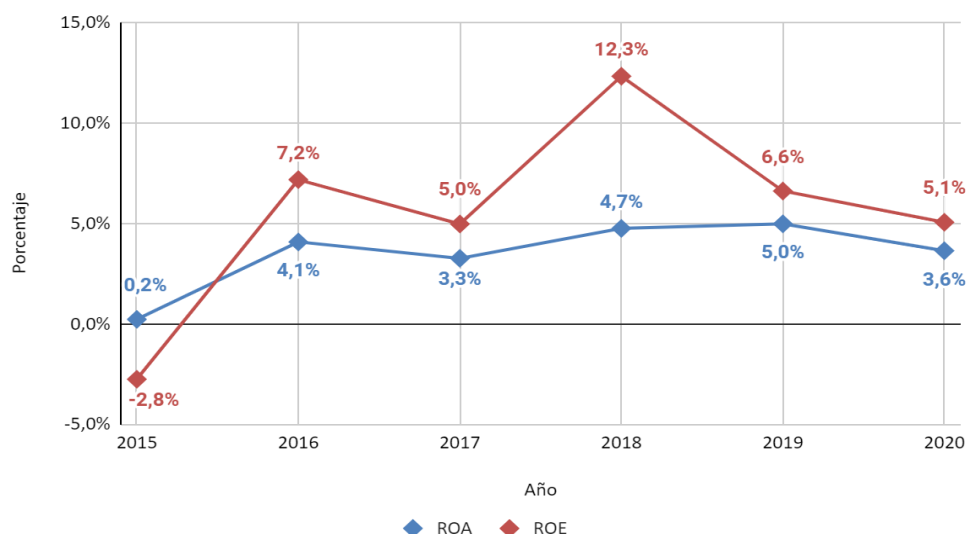
Gráfico 12. Indicadores de eficacia – Total empresas del sector

Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

e. Rendimiento – Total empresas

El rendimiento promedio de los activos (ROA) del total de empresas del sector se ubicó en promedio en 3,48% y tendió a crecer en el periodo estudiado, como se puede observar en el Gráfico 13, en el 2015 el ROA fue de 0,2%, mientras que para el año 2020 alcanzó un 3,6%, aunque su valor más alto de los seis años se logró en 2019 con un 5%. Cabe destacar que este indicador no llegó a valores negativos en ninguno de los seis años estudiados.

Por su parte, el rendimiento del patrimonio (ROE) inició el sexenio (2015-2020) por debajo de cero, con un valor porcentual de -2,8%, pero para los años siguientes tendió a crecer teniendo un aumento de 10% para el 2016, año en el que el patrimonio del total de empresas del sector contó con un rendimiento de 7,2%, pero para el 2017 bajó a un 5%. En el año 2018, se encuentra el ROE más alto del periodo estudiado con un nivel de 12,3%, luego de lo cual se observa una tendencia decadente, ya que para el 2020 cerró con un valor de 5,1%. (Ver gráfico 13).

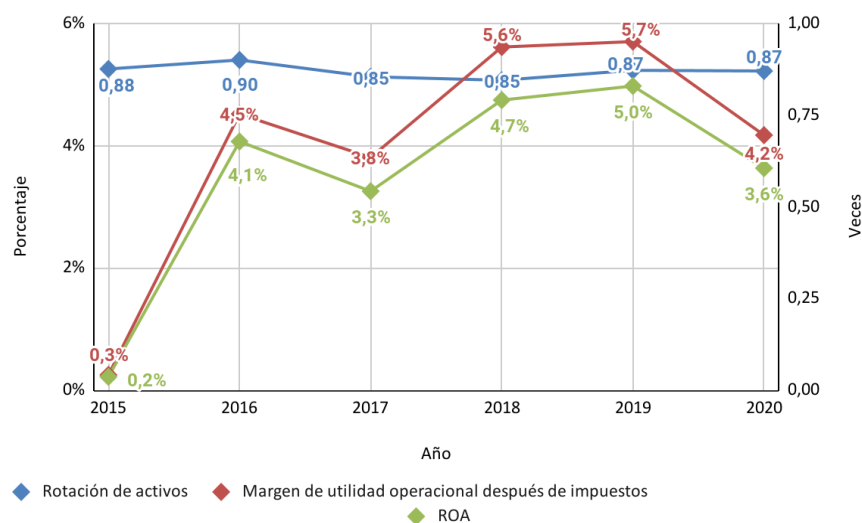
Gráfico 13. Indicadores de efectividad – Total empresas del sector

Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

f. Rendimiento Dupont y Dupont ampliado – Total empresas

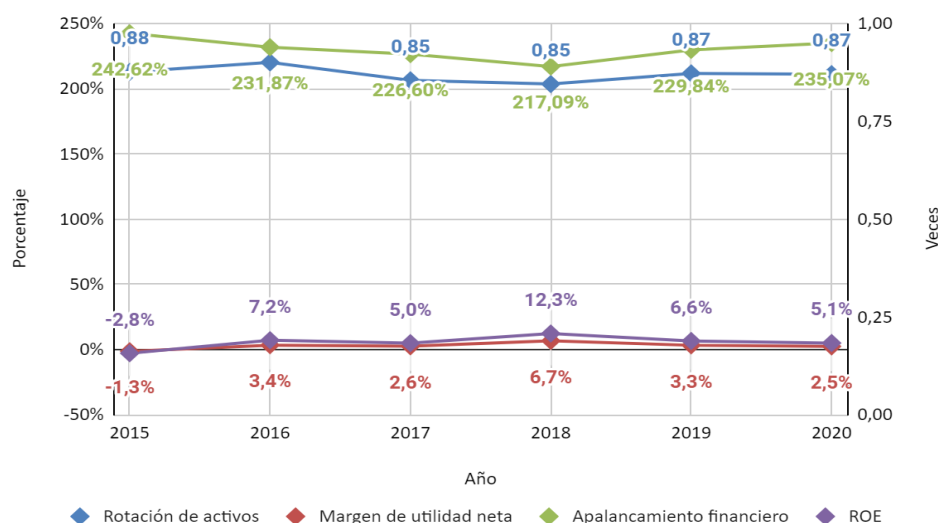
De acuerdo con el sistema Dupont, el rendimiento generado por los activos (ROA) de las empresas del sector se encontró influenciado en mayor medida por el comportamiento del margen de utilidad operacional después de impuestos, ya que, como se puede observar en el Gráfico 14, la rotación de activos tuvo un comportamiento casi constante durante el sexenio. Para el año 2016 el ROA y la utilidad operacional después de impuesto tuvieron un incremento significativo pasando de 0,2% a 4,1% y de 0,3% a 4,5% respectivamente; en los años 2017 y 2020 hubo una disminución con respecto al año anterior y el 2019 fue el año con mayor efectividad en el rendimiento de los activos (5%), debido a que la UODI alcanzó su punto más alto del periodo (5,7%). La rotación de activos tuvo una tendencia a mantenerse estable durante el periodo objeto de estudio, con un promedio de rotación de 0,9 veces por año. (Ver Gráfico 14)

Gráfico 14. Componentes del Sistema Dupont – Total empresas del sector



Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

El rendimiento del patrimonio (ROE) se explica gracias al comportamiento de la rotación de activos, el margen de utilidad neta y el apalancamiento financiero; como se puede observar en el Gráfico 15, el ROE y el margen de utilidad neta tuvieron un comportamiento similar, ya que, iniciaron el periodo estudiado con un valor por debajo de cero, con un valor porcentual de -2,8% y -1,3% respectivamente, en los años 2016 y 2018 tuvieron una tendencia de crecimiento y en los años 2017, 2019 y 2020 una tendencia decreciente con relación al año anterior. El ROE en el 2018 alcanzó su punto más alto de todo el sexenio, llegando a 12,3%, esto debido a la influencia del margen de utilidad neta que para ese mismo año también fue alto. En cuanto a la rotación de activos se puede notar un comportamiento estable en todos los años del periodo y aunque el apalancamiento financiero tuvo su valor más bajo (217,09%) en el 2018 estos últimos indicadores no incidieron significativamente en los resultados del comportamiento del ROE.

Gráfico 15. Componentes del Sistema Dupont ampliado – Total empresas del sector

Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

g. EVA – Total empresas

El sector elaboración de cacao, chocolate y productos de confitería destruyó valor al inicio del periodo objeto de estudio, es decir en el año 2015, mientras que para los años siguientes en el periodo 2016 a 2020 creó valor (Ver Gráfico 16). Para el año 2016 el EVA del sector se recuperó significativamente, llegando a ser de \$1.299 millones de pesos; dentro del periodo 2016 – 2020, el año 2017 fue en el que menos valor se creó, siendo de \$109 millones de pesos y siendo el año 2019, en donde más valor se creó, llegando a los \$3.175 millones de pesos. Entre los años 2017 a 2019 la creación de valor tuvo una tendencia positiva a incrementar, pero para el año 2020 volvió a disminuir hasta los \$2.284 millones de pesos.

h. Comparaciones Ko, UODI/ANO y EVA/ANO

El comportamiento del indicador EVA se debió a las fluctuaciones de aquellos elementos que lo componen, así: el año 2015 fue el único año del periodo estudiado en el que las empresas del sector cacao, chocolate y productos de confitería destruyó valor, debido a que el costo de capital

(Ko) se ubicó en 7,39% y no alcanzó a ser cubierto por el rendimiento del ANO después de impuestos que ascendió solo a 0,6%, lo que se ve reflejado en la relación EVA/ANO que decayó por debajo de cero (-6,77%), a partir del 2016 el total de empresas del sector creó valor debido a que para esos años el costo de capital alcanzó a ser cubierto por el rendimiento UODI/ANO.

Gráfico 16. EVA – Total empresas del sector

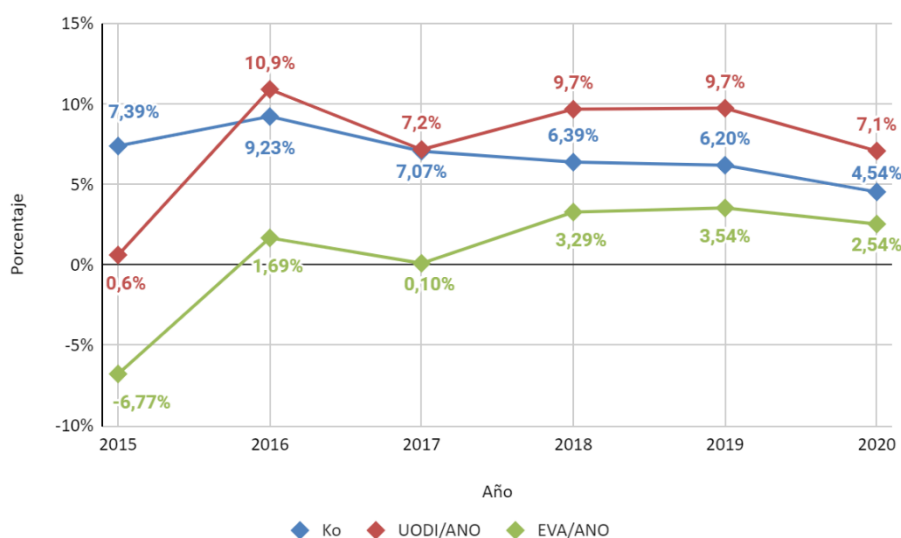


Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

Para el año 2016, el EVA alcanzó un valor de \$1.299 millones de pesos, debido a que el indicador UODI/ANO fue el más alto del periodo con 10,9%, acompañado también del costo de capital (Ko) más alto del sexenio con 9,23%, índice que estuvo influenciado por un aumento en la tasa del costo de la deuda (11,44%), relacionada directamente con el incremento en la tasa de la política monetaria (5,75%) que se dio en el país para ese año, con la finalidad de controlar el flujo de dinero en circulación. El Ko contó con una tendencia decadente para los siguientes años llegando hasta 4,54% para el año 2020, año donde también se encuentra la tasa del costo de la deuda más bajo (6,25%) (Ver Tabla 2).

El indicador UODI/ANO tuvo un comportamiento variable con constantes fluctuaciones, excepto para el año 2018 y 2019 en los que el valor fue el mismo. La mayor creación de valor se dio en el año 2019 alcanzando los \$3.175 millones de pesos, como resultado de que la diferencia entre el costo de capital (6,20%) y la UODI/ANO (9,7%) fue la más alta del sexenio, lo que también se reflejó en la relación EVA/ANO que llegó a 3,54% y finalmente para el 2020 decayó hasta 2,54% (Ver Gráfico 17).

Gráfico 17. Ko, UODI/ ANO Y EVA/ ANO – Total empresas



Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

7.2 PEQUEÑAS EMPRESAS DEL SECTOR ELABORACIÓN DEL CACAO, CHOCOLATE Y PRODUCTOS DE CONFITERÍA

En la Tabla 6, se presentan los indicadores contables y de gestión del valor para las pequeñas empresas del sector, con sus respectivos valores anuales y el promedio de los cinco años evaluados en el sexenio. El año 2017 no fue tenido en cuenta en este grupo, debido a que no se contó con empresas para ser evaluado.

Tabla 6. Indicadores pequeñas empresas sector elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería

Indicador	Periodo					
	2015	2016	2018	2019	2020	Promedio
CRECIMIENTO						
Ventas (millones \$)	\$1.849	\$2.505	\$4.044	\$5.041	\$4.800	\$3.648
Utilidad neta (millones \$)	- \$16	\$63	\$91	\$39	\$61	\$48
Activos (millones \$)	\$869	\$1.279	\$1.950	\$2.290	\$2.325	\$1.743
ENDEUDAMIENTO						
Nivel de endeudamiento (%)	51,6%	68,6%	56,7%	61,4%	59,4%	59,5%
Endeudamiento en el corto plazo (%)	79,0%	96,4%	56,8%	62,2%	52,9%	69,5%
Apalancamiento financiero (%)	206,4%	318,7%	230,8%	259,0%	246,0%	252,2%
Apalancamiento financiero total (%)	106,4%	218,7%	130,8%	159,0%	146,0%	152,2%
ROTACIÓN						
Rotación de cartera (veces)	7,53	6,07	7,11	6,73	34,61	12,41
Rotación de inventario (veces)	4,67	3,52	5,45	6,13	4,91	4,94
Rotación de activos fijos (veces)	7,26	15,29	8,80	9,06	6,59	9,40
Rotación de activos totales (veces)	2,13	1,96	2,07	2,20	2,06	2,09
MÁRGENES						
Margen de utilidad bruta (%)	40,3%	43,1%	25,5%	22,8%	20,7%	30,5%
Margen de utilidad operacional (%)	0,1%	3,3%	4,7%	4,2%	3,5%	3,2%
Margen UODI (%)	-0,6%	2,5%	3,0%	2,0%	2,4%	1,9%
Margen de utilidad neta (%)	-0,8%	2,5%	2,3%	0,8%	1,3%	1,2%
RENDIMIENTO						
ROA (%)	0,2%	6,5%	9,7%	9,2%	7,2%	6,6%
ROE (%)	-3,7%	15,8%	10,8%	4,4%	6,4%	6,8%
COSTO DE CAPITAL						
Ko (%)	15,69%	11,92%	9,40%	9,52%	6,27%	10,56%
Ke (%)	16,43%	12,54%	10,36%	11,30%	6,27%	11,38%
Ki (%)	7,99%	11,44%	7,78%	7,42%	6,25%	8,18%
L (%)	7,12%	15,66%	18,66%	28,15%	0,00%	13,92%
t (%)	25,00%	25,00%	33,00%	33,00%	32,00%	29,60%
Valor económico agregado (EVA)						
UODI (millones \$)	\$1	\$63	\$127	\$142	\$113	\$89
ANO (millones \$)	\$410	\$462	\$1.032	\$1.219	\$1.235	\$872
KTNO (millones \$)	\$290	\$310	\$863	\$856	\$864	\$637
AFNO (millones \$)	\$120	\$153	\$169	\$363	\$371	\$235
EVA (millones \$)	- \$63	\$8	\$30	\$26	\$36	\$7
EVA / ANO (%)	-15,34%	1,63%	2,94%	2,09%	2,89%	-1,16%
UODI / ANO (%)	0,35%	13,55%	12,34%	11,61%	9,16%	9,40%

Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

a. Crecimiento – Pequeñas empresas

De acuerdo con el Gráfico 18, se puede observar que las ventas durante el año 2015 a 2019 tuvieron un crecimiento continuo, pasando de \$1.849 MM a \$5.041 MM, con un incremento del 172,6%, mientras que para el año 2020 las ventas cayeron en un 4,8% con relación al año anterior, ubicándose en \$4.800 MM; en comparación con la producción del cacao, se puede inferir que las ventas han tenido un comportamiento similar en algunos años, como por ejemplo, el año 2015 donde se dio la producción y ventas más bajas, mientras que en el año 2019 hubo una de las mayores producciones de cacao al igual que las mayores ventas, pero que no se prolonga para el 2020, año en el que se dio la mayor producción del cacao durante el periodo 2015 – 2020 (Ver Gráfico 1).

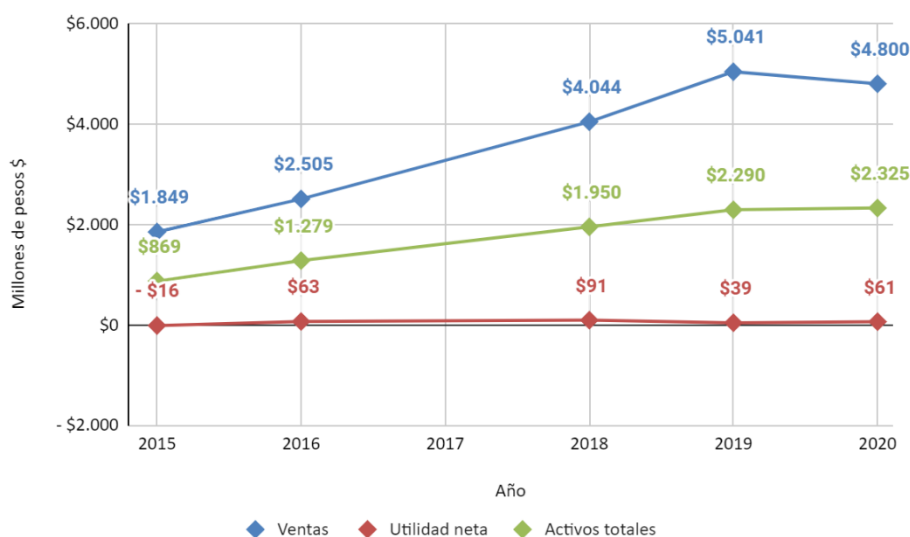
En cuanto a los activos totales se puede notar que fueron creciendo paulatinamente a lo largo del periodo, el valor de activos totales para el año 2020 se situó en \$2.325 MM, con un incremento del 167,5% con respecto al año 2015 que tan solo fue de \$869 MM. Finalmente, la utilidad neta de las pequeñas empresas del sector mostró un crecimiento importante desde el año 2015 hasta el año 2018, ya que, al inicio del periodo de estudio se presentó con un valor negativo de \$16 MM, el cual ascendió a \$91 MM y que para el año 2019 disminuyó hasta los \$39 MM, sin embargo para el año 2020 la utilidad neta se volvió a recuperar en un 54,57%, quedando finalmente en \$61 MM.

b. Endeudamiento – Pequeñas empresas

El nivel de endeudamiento para las pequeñas empresas del sector fue en promedio de 59,5%; en el Gráfico 19, se puede notar que en el periodo 2015 a 2016, la tasa tuvo un incremento del 17,1% pasando a ser de 68,6% y que para el año 2018 disminuyó a 56,7%, como resultado de

una variación negativa del 11,9% con respecto al año anterior; en los años siguientes este indicador presentó un comportamiento poco variable siendo de 61,4% (2019) y 59,4% al finalizar el periodo (2020). El nivel de endeudamiento a corto plazo presentó un comportamiento similar al nivel de endeudamiento, durante los años 2015 a 2016 creció en un 17,4%; el año 2018 disminuyó en un 39,6% en relación con el 2016, pasando de tener una tasa de 96,4% a una tasa de 56,8%; en el año 2019 se recupera alcanzando un 62,2% y en el año 2020 nuevamente disminuye para terminar el periodo con una tasa de 52,9%.

Gráfico 18. Indicadores de crecimiento – Pequeñas empresas del sector

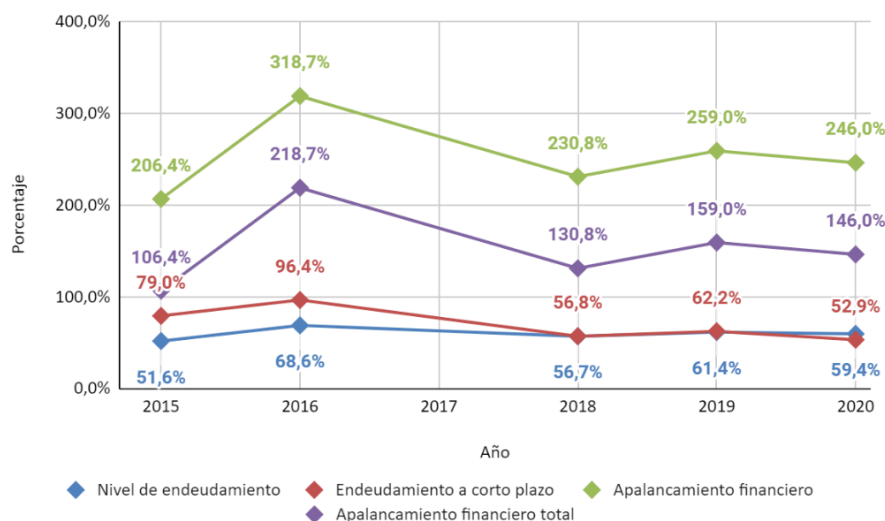


Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

El apalancamiento financiero presentó variaciones más acentuadas a lo largo del periodo, entre ellas se puede evidenciar que para el año 2016 hubo un incremento significativo del 112,3% con respecto al año anterior, alcanzando una tasa de 318,7%, siendo este su pico más alto; para el año 2018 se observa una disminución del 87,9% y para el año siguiente (2019) aumenta nuevamente a 259%; aunque el año 2020 tuvo una disminución en relación al año anterior (246%), cerrando el quinquenio con un apalancamiento financiero mayor al presentado en el inicio del

periodo (2015). El apalancamiento financiero total de las pequeñas empresas del sector durante el periodo (2015 a 2020) fue en promedio de 152,19%, su comportamiento fue similar al apalancamiento financiero pero en menor proporción, en el año 2016 alcanzó su punto más alto con 218,7% y en el año 2015, el más bajo con 106,4%.

Gráfico 19. Indicadores de endeudamiento – Pequeñas empresas del sector



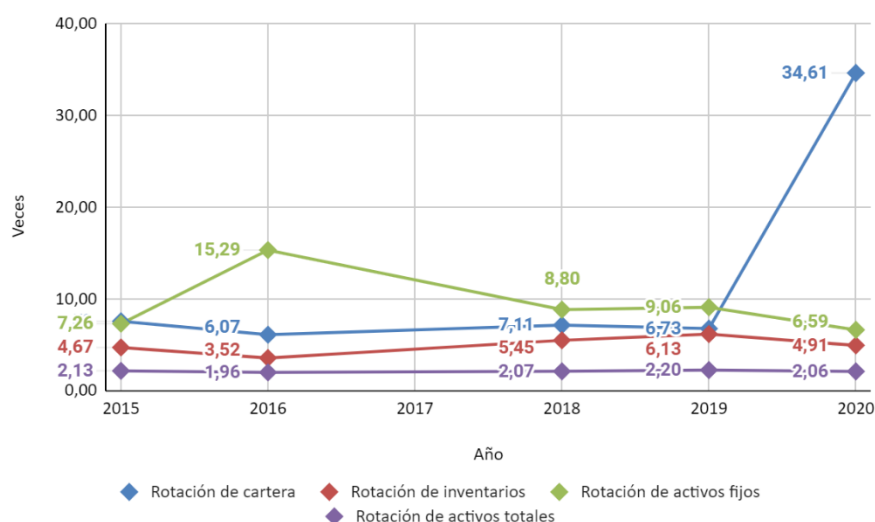
Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

c. Rotación -. Pequeñas empresas

Las pequeñas empresas del sector tuvieron una rotación de cartera promedio de 12,41 veces en el año, es decir que en promedio recuperan su cartera cada 30 días. Teniendo en cuenta el Gráfico 20, se puede observar que la rotación de cartera tuvo una tendencia creciente durante el periodo 2015 – 2020, presentando un incremento significativo para el año 2020, siendo este su pico más alto, con una rotación de 34,61 veces. La rotación de inventarios presentó un comportamiento estable durante los cinco años evaluados en el sexenio, con una rotación promedio de 4,94 veces al año.

Respecto a la rotación de activos fijos se puede notar que el indicador tuvo una tendencia a disminuir si se compara el año de inicio (2015) con el año de final (2020) del periodo, sin embargo para el año 2016 alcanza una rotación de 15,29 veces, siendo la más alta del periodo. Finalmente, la rotación de activos totales fue más constante que los otros indicadores, el promedio entre los cinco años de estudio fue de 2,09 veces, con una variación de -3% (2015-2020).

Gráfico 20. Indicadores de rotación – Pequeñas empresas del sector



Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

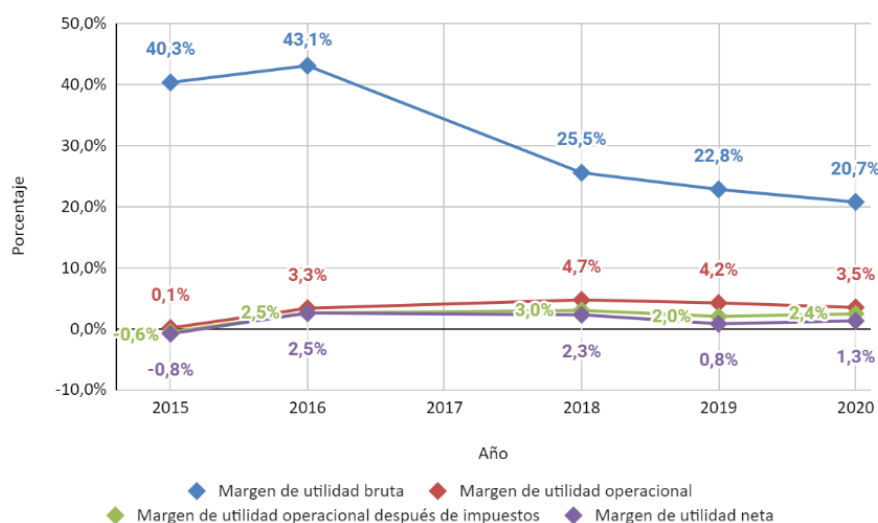
d. Márgenes – Pequeñas empresas

El margen de utilidad bruta para las pequeñas empresas, como se puede observar en el Gráfico 21, tiende a decrecer sobre el periodo 2015 a 2020, con una disminución del 19,6%; el año donde se dio el pico más alto fue el 2016 con 43,1%, mientras que el pico más bajo se dio en el año 2020 con 20,7%, comportamiento relacionado con el incremento en el precio del cacao (Ver Gráfico 2). Respecto al margen de utilidad operacional se puede notar que tuvo una tendencia a sostenerse a partir del año 2016, en el año 2015 alcanzó el 0,1% creciendo hasta el año 2018 al

4,7%, tope más alto durante el periodo, desde el cual nuevamente decrece hasta el año 2020, alcanzando el 3,5%; en el año 2015 se puede observar que los gastos de venta y administrativos en los que se incurrió fueron altos en comparación con las ventas generadas en ese año.

Por su parte, la tendencia del margen de utilidad operacional después de impuestos creció paulatinamente hasta el año 2018, ubicándose en el 3%, a pesar de que en el año 2019 decrece un punto porcentual, se puede observar que para el año 2020 nuevamente presentó un incremento, llegando hasta el 2,4%. Finalmente, el margen de utilidad neta, a pesar de que para el año 2015 fue negativo (-0,8%), no presentó grandes cambios, por lo cual su promedio se situó en el 1,2%.

Gráfico 21. Indicadores de eficacia – Pequeñas empresas del sector



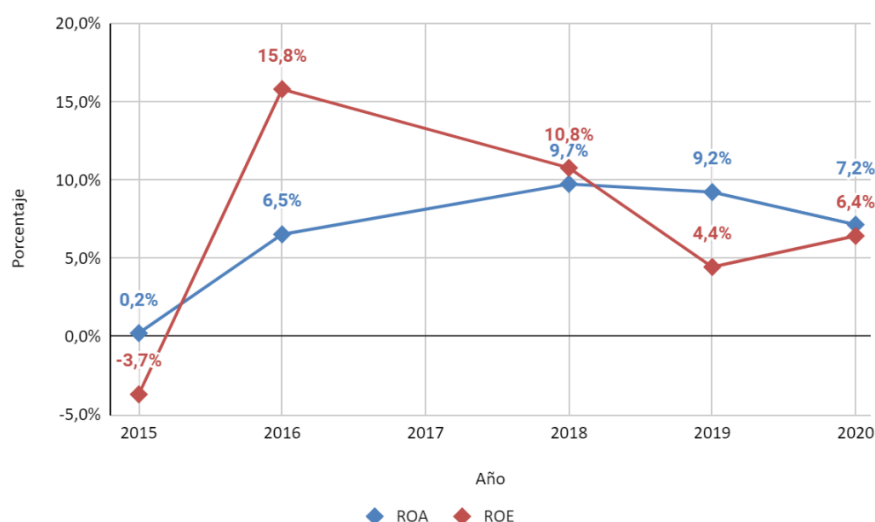
Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

e. Rendimiento – Pequeñas empresas

El promedio de ROA de las pequeñas empresas del sector alcanzó un nivel de 6,6% y se acercó bastante al promedio de ROE que se ubicó en 6,8% para los cinco años evaluados en el sexenio. Cabe resaltar que el primero no llegó a valores negativos en ninguno de los años, mientras

que el ROE inició en el año 2015 con un nivel de $-3,7\%$. Ambos indicadores coinciden con una variación importante para el 2016, llegando a $6,5\%$ (ROA) y $15,8\%$ (ROE); a partir de este momento las tendencias en su comportamiento se convierten en opuestas, debido a que el primero crece paulatinamente, y por su parte el ROE decae de forma importante en su valor hasta 2019, para finalmente recuperarse y llegar a $6,4\%$ en 2020 (Ver Gráfico 22).

Gráfico 22. Indicadores de efectividad – Pequeñas empresas del sector



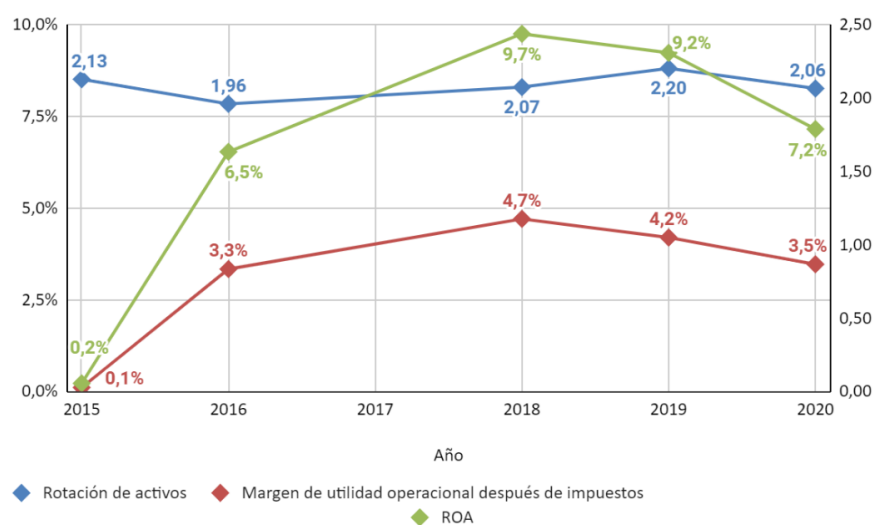
Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

f. Rendimiento Dupont y Dupont Ampliado – Pequeñas empresas

El promedio de ROA para las empresas pequeñas del sector ascendió a $6,6\%$ para el periodo estudiado y su comportamiento se encontró influenciado principalmente por el margen de utilidad operacional después de impuestos, como se puede observar en el Gráfico 23, los años para los que el ROA alcanzó valores más altos coinciden con variaciones positivas del margen UODI y del mismo modo en las tendencias decedentes. Por su parte, la rotación de activos no fue un factor demasiado influyente en los resultados del ROA, ya que en la mayoría de los años sus variaciones

fueron inversas, pero en todos los casos ocurrió lo mismo. Tanto el margen UODI como el ROA evidencian una tendencia creciente, mientras que en la rotación de activos no es posible identificar una tendencia clara dentro de sus fluctuaciones de aumento y disminución. El año 2018 es el de mayor alcance (9,7%) en rendimiento del activo (ROA) para las empresas pequeñas como resultado de que para ese mismo año, el margen UODI creció hasta el 4,7% (nivel más alto entre los cinco años evaluados en el sexenio) (Ver Gráfico 23).

Gráfico 23. Componentes del Sistema Dupont – Pequeñas empresas del sector

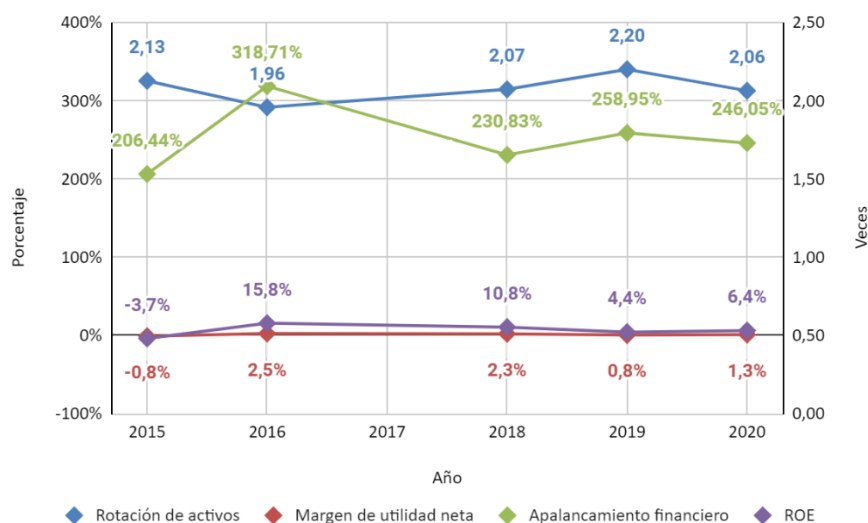


Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

El promedio del ROE para las empresas pequeñas del sector se ubicó en 6,8% para los cinco años evaluados en el sexenio estudiado y su comportamiento se encontró permeado principalmente por las fluctuaciones de las variables: margen de utilidad neta y apalancamiento financiero, coincidiendo en que en los años en los que el rendimiento del patrimonio (ROE) fue mayor también se presentó un nivel de margen neto favorable, al igual que un apalancamiento financiero alto como herramienta a favor del ROE; por su parte la rotación de los activos, tuvo un comportamiento inverso a las otras variables involucradas en algunos años, mostrando su baja

incidencia en el resultado. Por ejemplo, al observar en el Gráfico 24, los años 2015 y 2016, es posible notar que el ROE pasó de -3,7% a 15,8%, como resultado de un crecimiento en el margen de utilidad neto que subió de -0,8% a 2,5%, al igual que se contó con un mayor apalancamiento financiero que varió de 206,4% a 318,7%; mientras que, del otro lado se encontró la rotación de activos, la cual decayó de forma importante, llegando a su menor valor entre los cinco años evaluados en el sexenio, con 1,96 veces para el año 2016.

Gráfico 24. Componentes del Sistema Dupont ampliado – Pequeñas empresas del sector



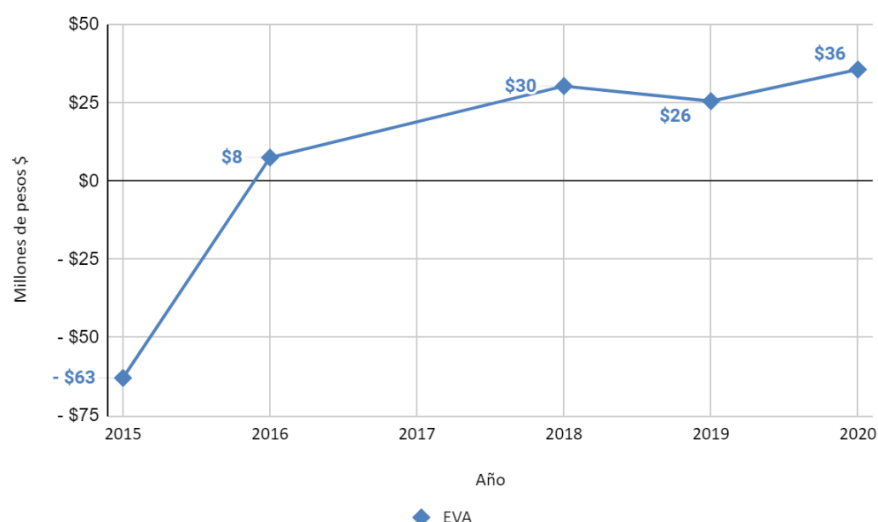
Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

g. EVA – Pequeñas empresas

El promedio de EVA para las empresas pequeñas del sector se ubicó en \$7 millones de pesos para el quinquenio 2015-2020 y contó con una marcada tendencia creciente del 156,7%, debido a que en el primer año (2015) el EVA empezó en valores negativos, es decir se destruyeron \$63 millones de pesos en valor para los accionistas. A partir del 2015, el EVA crece constantemente hasta alcanzar su valor más alto en 2020 con \$36 millones de pesos. Para el año

2019 se presentó una ligera disminución (–15,9%) con respecto al 2018, pero luego de este año nuevamente se dio un aumento en su valor (Ver Gráfico 25).

Gráfico 25. EVA – Pequeñas empresas del sector



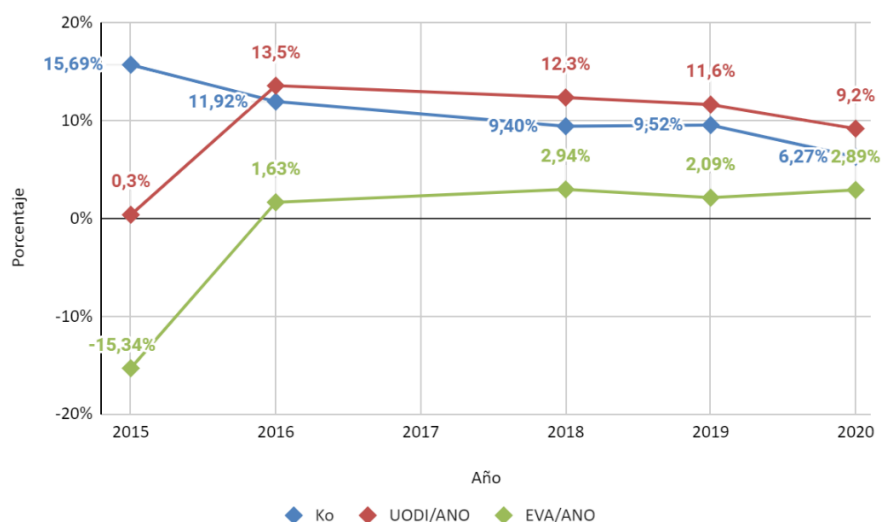
Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

h. Comparaciones Ko, UODI/ANO y EVA/ANO

La creación de valor para las empresas pequeñas del sector se dio entre los años 2016 - 2020, como resultado de que el rendimiento del activo neto operacional en la utilidad operacional después de impuestos fue superior a los costos de capital (Ko) generados, costos que se encuentran conforme a la tendencia de las tasas de intereses proporcionadas por la Superintendencia Financiera y a su vez, acordes con la tasa de intervención de política monetaria brindada por el Banco de la República, en la que se muestra como para el año 2016 el costo de la deuda (Ki) fue el más alto relacionándose con uno de los costos de capital más alto (11,92%) (Ver Tabla 2).

El único año en el que las empresas pequeñas del sector destruyeron valor fue el 2015 (-\$63 millones de pesos), lo que ocurrió porque el Ko (15,7%) fue el más alto del periodo y la relación UODI/ANO solo ascendió a 0,3%, por el contrario, en el año 2018 la relación EVA/ANO es la de mayor alcance (2,9%) del quinquenio, ya que para este año la diferencia entre el rendimiento del ANO y el costo de capital (Ko) fue la más significativa, produciendo una creación de valor que ascendió a \$30 millones de pesos (Ver Gráfico 26).

Gráfico 26. Comparaciones Ko, UODI/ANO Y EVA/ ANO – Pequeñas empresas del sector



Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

7.3 MEDIANAS EMPRESAS DEL SECTOR ELABORACIÓN DEL CACAO, CHOCOLATE Y PRODUCTOS DE CONFITERÍA

En la Tabla 7, se presentan los indicadores contables y de gestión del valor para las medianas empresas del sector, con sus respectivos valores anuales y el promedio del sexenio.

Tabla 7. Indicadores medianas empresas sector elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería

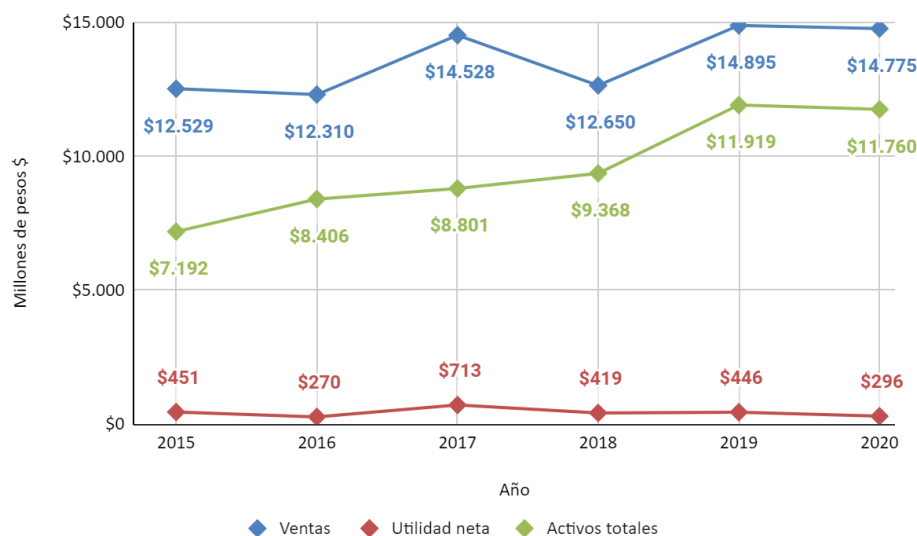
Indicador	Periodo						
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Promedio
CRECIMIENTO							
Ventas (millones \$)	\$12.529	\$12.310	\$14.528	\$12.650	\$14.895	\$14.775	\$13.615
Utilidad neta (millones \$)	\$451	\$270	\$713	\$419	\$446	\$296	\$432
Activos (millones \$)	\$7.192	\$8.406	\$8.801	\$9.368	\$11.919	\$11.760	\$9.574
ENDEUDAMIENTO							
Nivel de endeudamiento (%)	50,0%	44,7%	41,3%	46,7%	57,4%	51,6%	48,6%
Endeudamiento en el corto plazo (%)	91,4%	76,1%	66,4%	67,0%	66,5%	62,8%	71,7%
Apalancamiento financiero (%)	200,1%	181,0%	170,2%	187,6%	235,0%	206,4%	196,7%
Apalancamiento financiero total (%)	100,1%	81,0%	70,2%	87,6%	135,0%	106,4%	96,7%
ROTACIÓN							
Rotación de cartera (veces)	5,70	5,78	6,14	5,48	5,85	7,80	6,13
Rotación de inventario (veces)	7,51	6,84	6,85	5,95	6,03	6,93	6,69
Rotación de activos fijos (veces)	3,84	2,73	3,19	2,63	2,20	2,28	2,81
Rotación de activos totales (veces)	1,74	1,46	1,65	1,35	1,25	1,26	1,45
MÁRGENES							
Margen de utilidad bruta (%)	30,1%	27,7%	31,9%	31,2%	28,4%	25,5%	29,1%
Margen de utilidad operacional (%)	6,2%	4,7%	8,1%	7,1%	6,1%	4,9%	6,2%
Margen UODI (%)	5,2%	3,7%	6,4%	4,3%	4,3%	3,2%	4,5%
Margen de utilidad neta (%)	3,6%	2,2%	4,9%	3,3%	3,0%	2,0%	3,2%
RENDIMIENTO							
ROA (%)	10,8%	6,9%	13,4%	9,6%	7,6%	6,2%	9,1%
ROE (%)	12,5%	5,8%	13,8%	8,4%	8,8%	5,2%	9,1%
COSTO DE CAPITAL							
Ko (%)	13,30%	11,89%	9,58%	9,32%	9,41%	6,45%	9,99%
Ke (%)	17,26%	12,58%	10,26%	10,47%	11,93%	7,25%	11,63%
Ki (%)	7,99%	11,44%	9,81%	7,78%	7,42%	6,25%	8,45%
L (%)	35,13%	17,26%	17,90%	21,92%	36,16%	26,77%	25,86%
t (%)	25,00%	25,00%	34,00%	33,00%	33,00%	32,00%	30,33%
Valor económico agregado (EVA)							
UODI (millones \$)	\$584	\$438	\$779	\$602	\$607	\$492	\$584
ANO (millones \$)	\$2.980	\$5.188	\$6.155	\$6.083	\$7.507	\$7.586	\$5.917
KTNO (millones \$)	\$1.548	\$1.407	\$2.181	\$2.122	\$2.297	\$2.584	\$2.023
AFNO (millones \$)	\$1.432	\$3.780	\$3.973	\$3.961	\$5.210	\$5.002	\$3.893
EVA (millones \$)	\$188	- \$179	\$190	\$35	- \$100	\$3	\$23
EVA / ANO (%)	6,31%	-3,45%	3,08%	0,58%	-1,33%	0,04%	0,87%
UODI / ANO (%)	19,61%	8,44%	12,66%	9,89%	8,08%	6,49%	10,86%

Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

a. Crecimiento – Medianas empresas

Las ventas promedio de las medianas empresas del sector fueron de \$13.615 MM, en el Gráfico 27, se puede observar que para el año 2016, 2018 y 2020 las ventas decayeron con respecto al año inmediatamente anterior en un 1,7%, 12,9% y 0,8% respectivamente, dando como resultado que el nivel de ventas más alto logrado en el sexenio de investigación fuera de \$14.895 MM para el año 2019. Al comparar las ventas con la producción nacional de cacao durante el sexenio, se puede notar que tienen un comportamiento similar, en el cual para los años 2017, 2019 y 2020 se dio la mayor producción y las mayores ventas del periodo (Ver Gráfico 1). Por su parte, en los activos totales se pudo evidenciar que durante el periodo 2015 a 2019 tuvieron un incremento constante, alcanzando un valor de activos totales de \$11.919 MM para el año 2019, el cual comparado con los activos totales del 2015 tuvieron un crecimiento del 65,7%, puesto que inicialmente se ubicaban en \$7.192 MM; finalmente se puede observar que para el año 2020, se dio una disminución del 1,3% con respecto al año anterior, situándola en \$11.760 MM.

La utilidad neta de las medianas empresas disminuyó de forma general en un 34,4% a lo largo del periodo evaluado (2015 – 2020), pasando de \$451 MM en 2015 a \$296 MM en 2020, sin embargo este indicador también presentó fluctuaciones crecientes y decrecientes en el sexenio , para el año 2016 hubo una disminución de 40,2% con respecto al año anterior; para el año 2017 se recupera este índice en un 164,6% llegando a alcanzar el valor más alto de la utilidad neta en el periodo, pero para los años siguientes (2018-2020) nuevamente decrece, para finalmente, en el año 2020 encontrarse con \$296 millones de pesos, un decrecimiento del -58,5% en comparación con el año 2017.

Gráfico 27. Indicadores de crecimiento – Medianas empresas del sector

Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

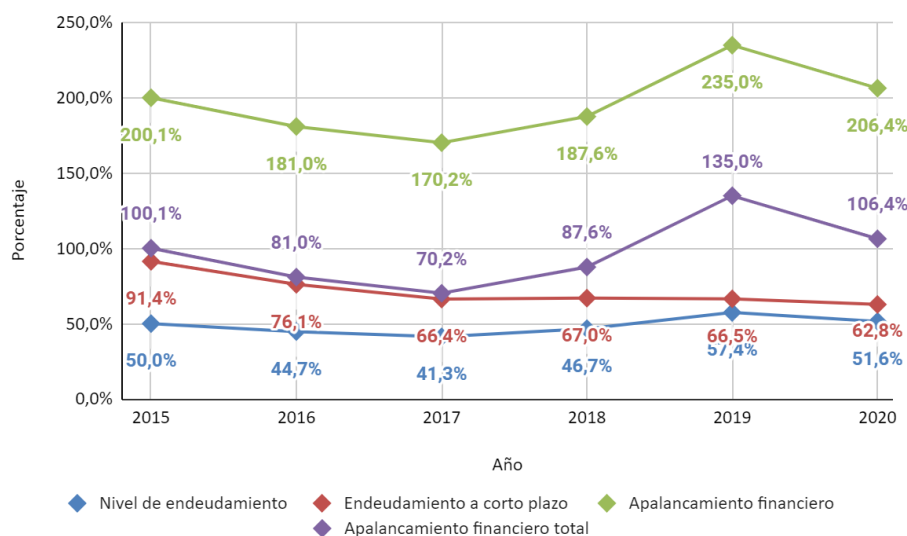
b. Endeudamiento – Medianas empresas

En el Gráfico 28, se puede observar que el nivel de endeudamiento promedio durante el sexenio fue del 48,6%, es decir, menos del 50% de los activos fueron financiados con recursos proporcionados por los acreedores. Durante el periodo evaluado el nivel de endeudamiento no presentó mayores variaciones entre un año y otro; para los tres primeros años (2015 – 2017) se dio un decrecimiento del 18%, seguidamente se presentó un incremento, el cual para el año 2019 se ubicó en 57,4%; y finalmente para el año 2020, se presentó una disminución 5,9% en relación con el año anterior, equivalente a un nivel de endeudamiento del 51,6%.

El endeudamiento a corto plazo de las medianas empresas del sector tuvo una tendencia decreciente de -28,6% a lo largo de sexenio, como se puede observar en el Gráfico 28, la disminución se dio año tras año, encontrándose al inicio del periodo (2015) en su punto más alto con 91,4%, mientras que al finalizar el periodo (2020) se encontró su punto más bajo con 62,8%.

El apalancamiento financiero presentó crecimientos y disminuciones a lo largo de los años evaluados, en el periodo 2015 a 2017 hubo una disminución equivalente al 29,9% con respecto al 2015, la cual se encontraba en 200,1% y se situó en 170,2%; entre el 2017 y 2019 se incrementó la tasa en un 64,7%, ubicándose en 235,0%; pero para el año 2020 nuevamente disminuyó respecto al año 2019, con una disminución del 28,6%. Por último, se puede apreciar que el apalancamiento financiero total al igual que el apalancamiento financiero también presentó crecimientos y disminuciones, durante el periodo 2015 – 2017 se da una disminución en el porcentaje expresado del 29,9%, quedando para el año 2015 en 100,1% y para el año 2017 en 70,2%; para el periodo 2017 – 2019 se encontró una relación de incremento del 64,7%, dando como resultado una tasa de 135,0%, la cual disminuyó para el año 2020 a 106,4% con una variación negativa del 28,6% con respecto al año anterior, con lo que se puede inferir que, la participación en el apalancamiento de los propietarios es mayor a la presentada por los acreedores.

Gráfico 28. Indicadores de endeudamiento – Medianas empresas del sector



Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

c. Rotación -. Medianas empresas

La cartera para las medianas empresas rotó en promedio 6,13 veces en el año, es decir que se recuperó en promedio cada 59 días. En el Gráfico 29 se puede observar que la rotación de cartera tuvo un crecimiento constante los tres primeros años del periodo, pasando de 5,70 veces en 2015 a 6,14 veces en 2017, en 2018 la rotación disminuyó en un 10,8% con relación al año anterior (5,48 veces), sin embargo para los años siguientes se recuperó llegando en el último año a su punto más alto en el sexenio, con una rotación de 7,80 veces anuales. Los inventarios de las medianas empresas rotaron en promedio 6,69 veces en el año entre el periodo 2015 al 2020 y para este mismo periodo presentaron un comportamiento decreciente, disminuyendo su rotación en un 7,7%, pasando de 7,51 veces en 2015 a 6,93 veces en 2020.

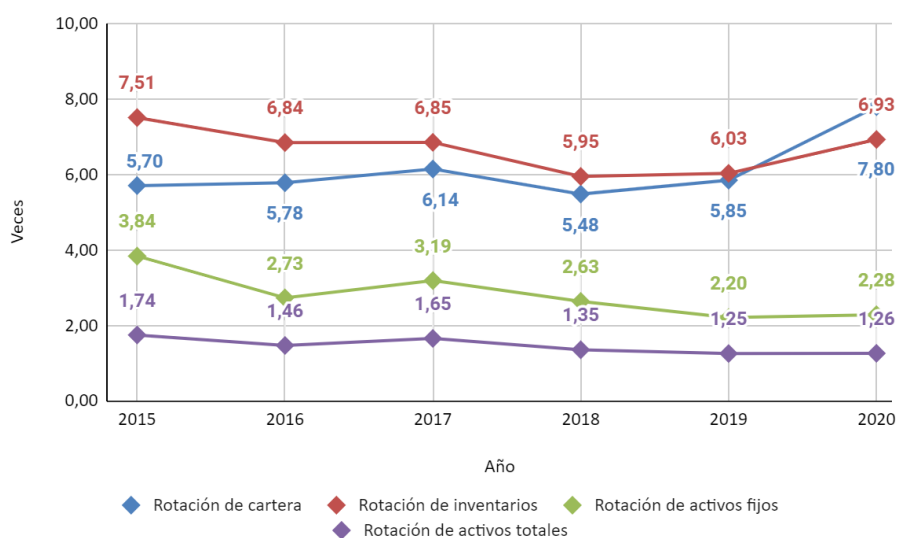
La rotación de activos totales se mantuvo relativamente estable durante el sexenio, con una rotación promedio de 1,45 veces en el año, pero con una tendencia decreciente entre el inicio y final de periodo, oscilando su rotación entre 1,74 veces en 2015 a 1,26 en el 2020. Al igual que la rotación de activos totales, la rotación de activos fijos presentó un comportamiento decreciente durante el periodo de estudio, iniciando el periodo (2015) con una rotación de 3,84 veces, siendo esta su punto más alto y bajando su rotación hasta 2,28 veces al final del periodo. La rotación de activos fijos disminuyó en total un 40,6% durante todo el periodo (Ver Gráfico 29).

d. Márgenes – Medianas empresas

El margen de utilidad bruta promedio en el periodo evaluado (2015 -2020) fue de 29,1% y presentó una tendencia a decrecer a lo largo de este mismo periodo, tal y como se observa en el Gráfico 30, para el año 2015 el margen de utilidad bruta fue del 30,1%, mientras que para el año 2020 se situó en 25,5%, con una disminución de 4,6% entre el año 2015 a 2020; el año en el que este indicador tuvo el pico más alto fue en el 2017, en el que este alcanzó el 31,9%, mientras que

el 2020 fue el año en el que este margen fue el más bajo. Las variaciones que se dieron en el margen de la utilidad bruta se deben principalmente a los cambios presentados en el precio de venta del cacao, se puede observar que para los años 2016 y 2020 los precios se encuentran en sus picos más altos mientras que, para el año 2017 presentó su precio más bajo, el cual concuerda con el margen más alto durante el sexenio (Ver Gráfico 2).

Gráfico 29. Indicadores de rotación – Medianas empresas del sector



Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

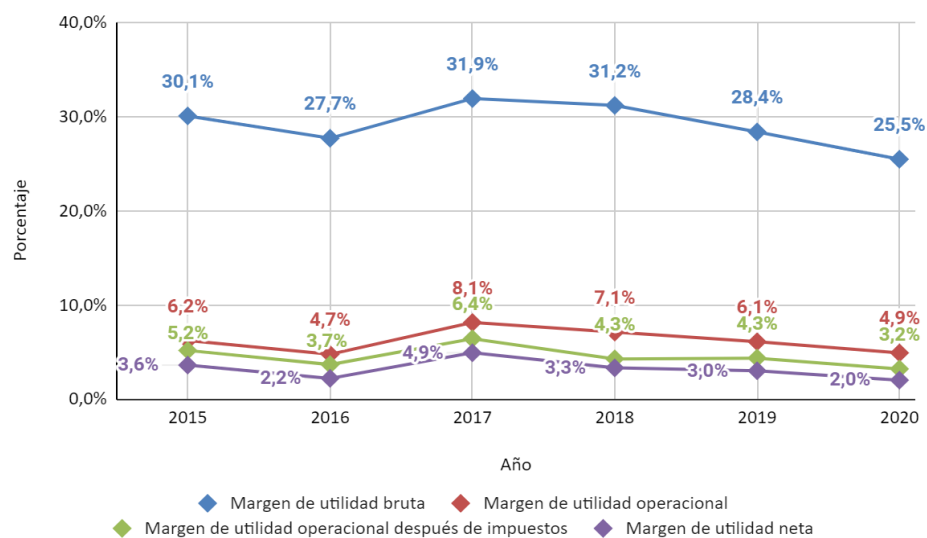
Respecto al margen de utilidad operacional, se puede notar que, durante el año 2015 a 2017 presentó tendencia a crecer, dando lugar a que en el año 2017 se formará el pico más alto del periodo estudiado con un 8,1%, una variación del 1,9% con respecto al 2015; durante el periodo 2017 a 2020 se observó que el margen de utilidad operacional disminuyó porcentualmente a un 4,9%, teniendo una variación negativa del 3,2% con respecto al 2017. La diferencia que se

encuentra entre el margen de utilidad bruta y el margen de utilidad operacional se debe principalmente a los gastos incurridos en ventas y administración.

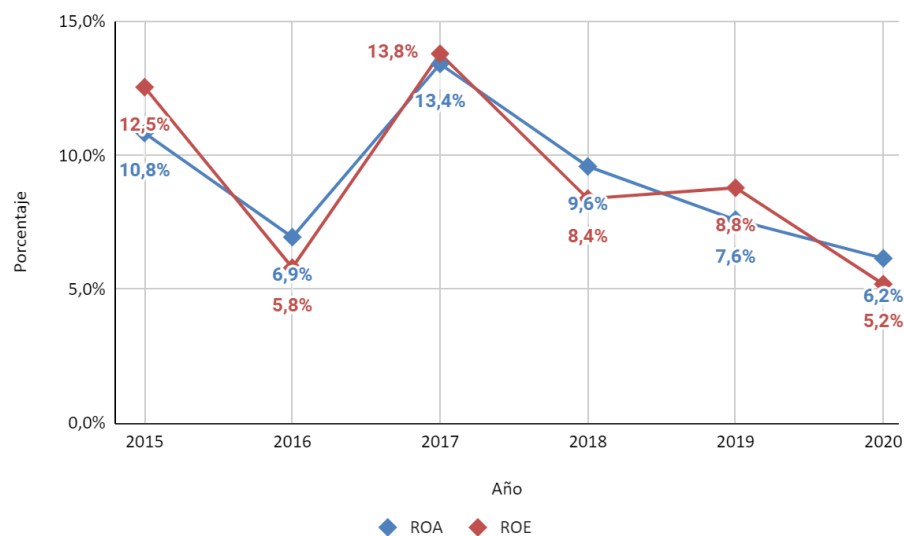
El margen de utilidad después de impuestos presentó un comportamiento similar al margen de utilidad operacional, el cual durante los años 2015 a 2016 decreció hasta llegar al 3,7%, incrementó para el año 2017, llegando a su pico más alto de 6,4%; durante el periodo 2017 a 2020 presentó una tendencia a decrecer, quedando para el año 2020 en 3,2%. Por su parte, el margen de utilidad neta también contó con un comportamiento similar al de los indicadores anteriores, presentando un pico de 4,9% en el año 2017, siendo el más alto durante el periodo; a partir del 2017 su comportamiento presentó una tendencia a decrecer hasta el año 2020, con una disminución del 2,9% entre estos años (2017 - 2020), dando como resultado que para el 2020 el margen fuera del 2%.

e. Rendimiento – Medianas empresas

El rendimiento del ROA y el ROE de las medianas empresas del sector alcanzaron el mismo promedio (9,1%) para el periodo estudiado, en el Gráfico 31 se puede observar cómo contaron con variaciones similares, decayendo en los periodos 2015-2016 y 2017-2020 y creciendo del 2016 al 2017. Durante los años 2016, 2018 y 2020 el ROA fue superior al ROE, mientras que para los años 2015, 2017 y 2019 el ROE fue mayor al ROA, lo cual da cuenta del comportamiento similar para este grupo de empresas. El año de mejor rendimiento de activos fue el 2017 con 13,4%, año en el que el ROE también fue superior con un 13,8%; y en el otro extremo, para el 2020 ambos indicadores llegaron a su menor rendimiento (6,2% ROA y 5,2% ROE).

Gráfico 30. Indicadores de eficacia – Medianas empresas del sector

Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS () y Superintendencia de Sociedades (2021)

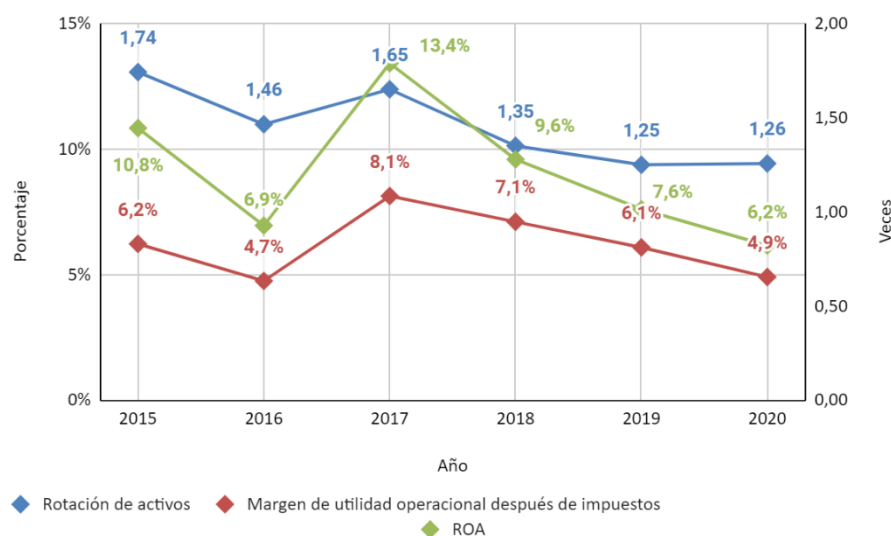
Gráfico 31. Indicadores de efectividad – Medianas empresas del sector

Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

f. Rendimiento Dupont y Dupont Ampliado – Medianas empresas

De acuerdo con el sistema Dupont el rendimiento de los activos (ROA) para las empresas medianas del sector, se encuentra influenciado por las variables rotación de activos y margen de utilidad operacional después de impuestos; siendo la segunda de estas la de mayor incidencia; tal como se puede observar en el Gráfico 32, el comportamiento del ROA es mucho más similar al comportamiento del margen UODI que al de la rotación de activos. Tal es el caso del año 2016, en el que el ROA disminuye en 3,9% con respecto al año anterior, a raíz de variaciones negativas para la rotación de activos y margen UODI de -15,9% y -1,5% (2015-2016), respectivamente. A partir del año 2017 las dos variables analizadas tienden a disminuir, provocando igualmente un ROA menor con el paso del tiempo (Ver Gráfico 32).

Gráfico 32. Componentes del Sistema Dupont – Medianas empresas del sector

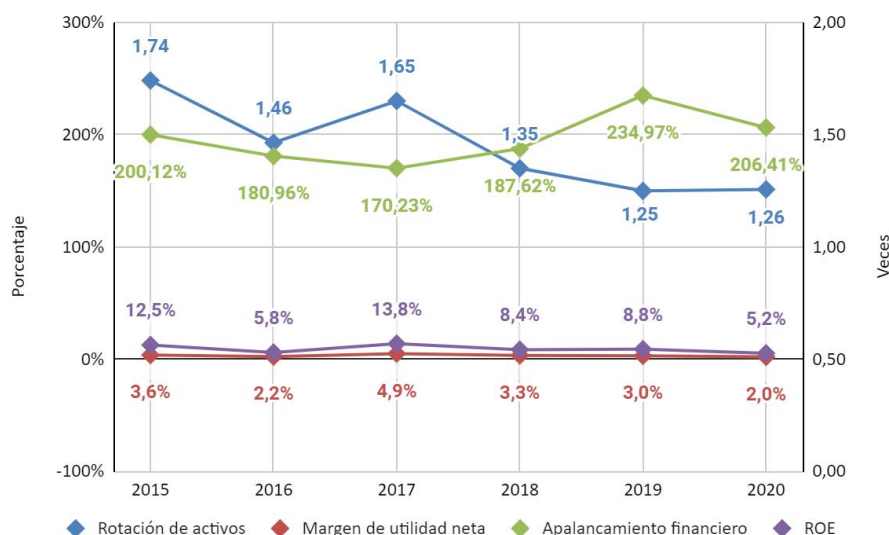


Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

El comportamiento del indicador ROE para las medianas empresas del sector se encontró influenciado principalmente por el margen de utilidad neta y la rotación de activos. Para algunos

años el apalancamiento financiero tras aumentar su valor provocó una disminución en el ROE, tal es el caso del año 2019 en el que el ROE cae a 8,8% como resultado de un 0,3% menos de margen de utilidad neta con respecto al 2018 y una disminución de -0,1 veces; lo que ocurre a pesar de que el apalancamiento financiero es el más alto del periodo con 234,97% (Ver Gráfico 33).

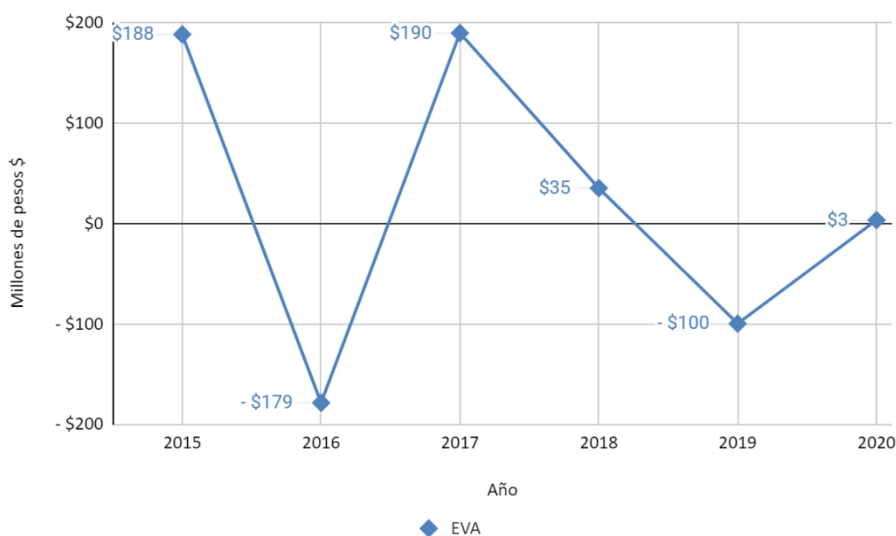
Gráfico 33. Componentes del Sistema Dupont ampliado – Medianas empresas del sector



Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

g. EVA – Medianas empresas

El promedio de creación de valor para las empresas medianas del sector se ubicó en \$23 millones de pesos y varió un -98,3% entre 2015 y 2020, ya que decayó de \$188 millones de pesos a solo \$3 millones de pesos. Para los años 2016 y 2019 se presentó destrucción de valor con -\$179 MM y -\$100 MM, respectivamente; mientras que para los otros años del sexenio se creó valor, especialmente en el año 2017, pues en este año el EVA alcanzó su pico más alto del periodo, con \$190 millones de pesos (Ver Gráfico 34).

Gráfico 34. EVA – Medianas empresas del sector

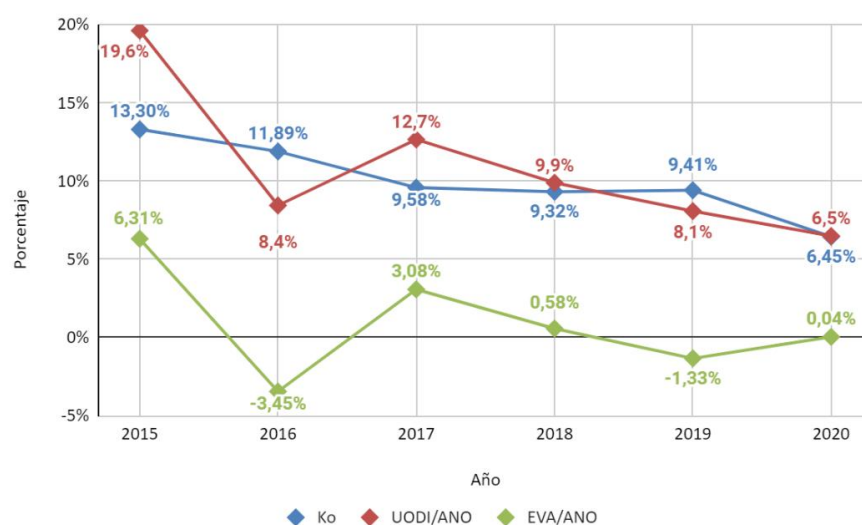
Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

h. Comparaciones Ko, UODI/ANO y EVA/ANO

Al observar el Gráfico 35, es posible notar que los años en los cuales hubo destrucción de valor, la relación EVA/ANO alcanzó cifras negativas (-3,45% en 2016 y -1,33% en 2019), esto como resultado de que los costos de capital (K_o) no alcanzaron a ser cubiertos por el rendimiento que los activos netos operacionales generaron con respecto a la utilidad operacional después de impuestos. Para el año 2016, el K_o se ubicó en 11,89%, mientras que la relación UODI/ANO solo llegó a 8,4%; de igual forma, en el año 2019 el rendimiento UODI/ANO ascendió a 8,1%, pero no fue suficiente para pagar el costo de capital (9,41%). Para el año 2016, el K_o se vio influenciado por el costo de la deuda (K_i) más alto (11,44%) durante el sexenio conforme a la tasa de intervención (5,75%) que también en ese mismo año fue la más alta (Ver Tabla 2), mientras que en el año 2019 fue influenciado por el costo de capital propio (K_e) y el coeficiente de endeudamiento (L) ya que la tasa de impuestos permanece constante con el año anterior.

Los años en los que las empresas medianas del sector crearon valor, contaron con la ventaja de tener un costo de capital (K_o) decreciente, que alcanzó a ser cubierto por el rendimiento después de impuestos generado por los Activos Netos Operacionales (ANO); el año que más resalta con esta condición es el 2015, en que el EVA llegó a \$188 millones de pesos como resultado de que la UODI/ANO (19,6%) estuviera por encima del costo de capital (K_o) de 13,3% (Ver Gráfico 35).

Gráfico 35. Comparaciones K_o , UODI/ANO Y EVA/ ANO – Medianas empresas del sector



Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

7.4 GRANDES EMPRESAS DEL SECTOR ELABORACIÓN DEL CACAO, CHOCOLATE Y PRODUCTOS DE CONFITERÍA

En la Tabla 8, se presentan los indicadores contables y de gestión del valor para las grandes empresas del sector, con sus respectivos valores anuales y el promedio del sexenio.

Tabla 8. Indicadores grandes empresas sector elaboración de cacao, chocolate y productos de confitería

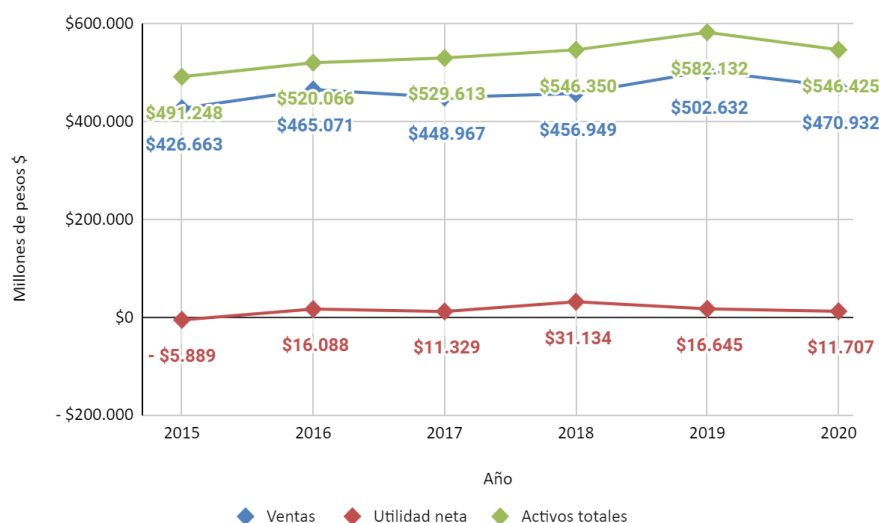
Indicador	Periodo						
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Promedio
CRECIMIENTO							
Ventas (millones \$)	\$426.663	\$465.071	\$448.967	\$456.949	\$502.632	\$470.932	\$461.869
Utilidad neta (millones \$)	- \$5.889	\$16.088	\$11.329	\$31.134	\$16.645	\$11.707	\$13.502
Activos (millones \$)	\$491.248	\$520.066	\$529.613	\$546.350	\$582.132	\$546.425	\$535.972
ENDEUDAMIENTO							
Nivel de endeudamiento (%)	58,9%	57,0%	56,0%	54,0%	56,5%	57,6%	56,7%
Endeudamiento en el corto plazo (%)	52,2%	52,7%	49,5%	55,6%	45,3%	43,1%	49,7%
Apalancamiento financiero (%)	243,1%	232,5%	227,3%	217,6%	229,7%	235,7%	231,0%
Apalancamiento financiero total (%)	143,1%	132,5%	127,3%	117,6%	129,7%	135,7%	131,0%
ROTACIÓN							
Rotación de cartera (veces)	7,56	8,62	8,20	8,57	8,81	10,14	8,65
Rotación de inventario (veces)	6,62	6,64	6,61	5,78	5,73	5,76	6,19
Rotación de activos fijos (veces)	1,24	1,24	1,14	1,13	1,20	1,18	1,19
Rotación de activos totales (veces)	0,87	0,89	0,85	0,84	0,86	0,86	0,86
MÁRGENES							
Margen de utilidad bruta (%)	26,9%	24,6%	25,3%	26,4%	26,7%	24,5%	25,8%
Margen de utilidad operacional (%)	0,2%	4,5%	3,7%	5,6%	5,7%	4,2%	4,0%
Margen UODI (%)	-0,2%	3,8%	3,3%	5,5%	4,4%	3,5%	3,4%
Margen de utilidad neta (%)	-1,4%	3,5%	2,5%	6,8%	3,3%	2,5%	2,9%
RENDIMIENTO							
ROA (%)	0,1%	4,0%	3,2%	4,7%	4,9%	3,6%	3,4%
ROE (%)	-2,9%	7,2%	4,9%	12,4%	6,6%	5,1%	5,5%
COSTO DE CAPITAL							
Ko (%)	7,30%	9,14%	7,00%	6,27%	6,06%	4,44%	6,70%
Ke (%)	18,32%	13,71%	11,41%	11,43%	12,47%	8,39%	12,62%
Ki (%)	7,99%	11,44%	9,81%	7,78%	7,42%	6,25%	8,45%
L (%)	89,36%	89,02%	89,32%	82,98%	85,53%	95,55%	88,62%
t (%)	25,00%	25,00%	34,00%	33,00%	33,00%	32,00%	30,33%
Valor económico agregado (EVA)							
UODI (millones \$)	\$499	\$15.756	\$11.063	\$17.087	\$19.190	\$13.308	\$12.817
ANO (millones \$)	\$129.839	\$143.664	\$156.739	\$176.707	\$195.747	\$187.357	\$165.009
KTNO (millones \$)	\$20.612	\$7.821	\$16.811	\$23.254	\$41.351	\$47.677	\$26.254
AFNO (millones \$)	\$109.226	\$135.843	\$139.928	\$153.453	\$154.396	\$139.680	\$138.754
EVA (millones \$)	- \$8.982	\$2.622	\$92	\$6.002	\$7.333	\$4.998	\$2.011
EVA / ANO (%)	-6,92%	1,82%	0,06%	3,40%	3,75%	2,67%	0,80%
UODI / ANO (%)	0,38%	10,97%	7,06%	9,67%	9,80%	7,10%	7,50%

Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

a. Crecimiento – Grandes empresas

Las ventas promedio que se dieron en las grandes empresas dedicadas al sector de elaboración de cacao, chocolate y productos de confitería tuvieron crecimientos y disminuciones a lo largo de los seis años, se puede observar que para el año 2016, 2018 y 2019 tuvieron un incremento del 9%, 1,8% y 10% respectivamente, en cuanto al año anterior. Al comparar las ventas con la producción nacional del cacao se puede notar que presentan un comportamiento similar en algunos años, en donde la producción es menor al igual que las ventas, como es el caso del año 2015 y en otros años, como el 2019 en donde se presentan las ventas más altas con uno de los niveles de producción más altos (Ver Gráfico 1). Teniendo en cuenta el año de inicio y el de finalización de la investigación, se puede concluir que el incremento de las ventas del 2015 al 2020 fue del 10,4%, pasando de vender \$426.663 MM a \$470.932 MM, cifra última que disminuyó con respecto al año 2019, la cual se situaba en \$502.632 MM.

La tendencia de los activos totales tuvo un incremento a lo largo de los primeros cinco años, pasando de tener \$491.248 MM en el año 2015 a \$582.132 MM para el año 2019, dando un incremento porcentual del 18,5%; para el año 2020 este rubro disminuyó en un 6,1% con respecto al año 2019, pasando a ser de \$546.425 MM. Por su parte, la utilidad neta promedio se situó en \$13.502 MM para el 2020, teniendo un incremento significativo con respecto al año 2015, la cual era negativa y se situaba en - \$5.889 MM, el incremento más significativo que se dio dentro de las grandes empresas fue en el año 2018, en el cual se situó en \$31.134 MM, un incremento del 174,8% con respecto al año anterior, en el que se encontraba en \$11.329 MM (Ver Gráfico 36).

Gráfico 36. Indicadores de crecimiento – Grandes empresas del sector

Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

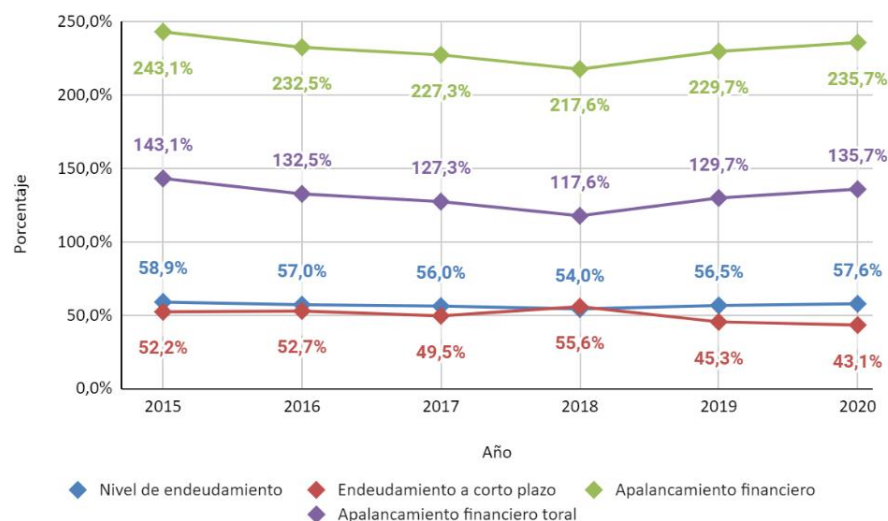
b. Endeudamiento – Grandes empresas

El promedio del nivel de endeudamiento en las grandes empresas del sector se situó en el 56,6%. De acuerdo con el Gráfico 37, se puede observar que para los años 2016, 2017 y 2018 hubo una disminución de este porcentaje con respecto a la tasa inicial del año 2015, que fue del 58,9%, llegando hasta el 54% para el año 2018, siendo el índice más bajo durante los seis años de estudio. Con respecto al endeudamiento a corto plazo se puede notar que en el año 2020 fue de un 43,1%, una tasa inferior a la presentada en el año 2015, que fue de 52,2%, dando como resultado una disminución del 9% (2015-2020), en el año 2018 fue alcanzado el tope más alto de endeudamiento a corto plazo, el cual con relación al nivel de endeudamiento general, permite inferir que, los pasivos para ese periodo fueron inferiores a las presentadas en años pasados.

En el apalancamiento financiero se puede evidenciar que existen dos tendencias, desde el 2015 al 2018 la tasa disminuyó en un 25,4%, mientras que entre el 2018 a 2020, nuevamente se notó un crecimiento de la tasa de un 18,1%. Finalmente, el apalancamiento financiero total

presentó un comportamiento similar al del apalancamiento financiero, entre los años 2015 – 2018 hubo una disminución del 25,4%, ubicándose en 117,6% y entre el periodo 2018 – 2020 se percibió un aumento del 18% en el porcentaje final del año 2020, situándose en 135,7%. Dejando en consideración que el nivel de apalancamiento con propietarios es mayor al generado con terceros.

Gráfico 37. Indicadores de endeudamiento – Grandes empresas del sector



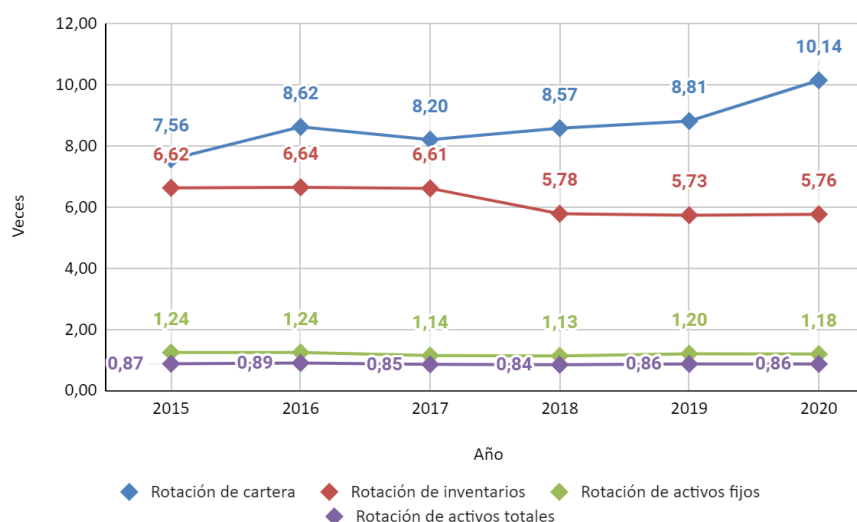
Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

c. Rotación -. Grandes empresas

La rotación de cartera promedio de las grandes empresas del sector durante el sexenio fue de 8,65 veces, es decir que se recuperó la cartera en promedio cada 41 días. En el Gráfico 38, se puede observar que este índice tuvo una tendencia creciente durante todo el periodo, pasó de 7,56 veces en 2015 a 10,14 veces en el 2020, siendo este último su pico más alto. La rotación de inventario permaneció constante los primeros tres años del periodo objeto de estudio, con una rotación promedio de 6,62 veces, sin embargo, este indicador para el año 2018 disminuyó a 5,78 veces, manteniendo una estabilidad hasta finalizar el periodo con un promedio de 5,76 veces.

Para las grandes empresas del sector la rotación de activos totales y la rotación de activos fijos presentaron un comportamiento similar, ambas tuvieron la misma tendencia a mantenerse estables con una rotación promedio de 0,86 veces y 1,19 veces al año respectivamente, lo que indica que la inversión de los activos para generar ventas es estable durante todo el periodo estudiado (2015 – 2020) (Ver Gráfico 38).

Gráfico 38. Indicadores de rotación – Grandes empresas del sector



Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021).

d. Márgenes – Grandes empresas

El promedio del margen de utilidad bruta para las grandes empresas fue del 25,8% durante el periodo de 2015 a 2020, en el cual se pudo evidenciar un comportamiento estable, la tasa más alta se presentó en el año 2015 con 26,9%, para el año 2016 hubo una tendencia a la baja, con una disminución del 2,3% con respecto al 2015, durante el periodo 2017 a 2019, la tasa se incrementó de forma casi constante en un 1,4% en comparación con el valor del 2017 que era de 25,3% y el de 2019 que se situó en 26,7% y para el año 2020 se pudo observar un decrecimiento del 2,3% con respecto al año anterior (Ver Gráfico 39). La disminución en el margen de utilidad bruta para los

años 2016 y 2020 se vio afectado por el comportamiento del precio del cacao, el cual para esos años presentó los precios más altos (Ver Gráfico 2).

El margen de utilidad operacional al inicio del periodo de estudio fue de 0,2%, la tasa más baja durante el sexenio, durante los años 2018 y 2019 se presentaron las tasas más altas, con un porcentaje del 5,6% y 5,7% respectivamente; este indicador presentó una tendencia creciente a lo largo del periodo con un incremento del 4%, pasando de 0,2% en 2015 a 4,2% en 2020. Los gastos que afectaron en mayor proporción el margen de utilidad operacional del año 2015 fueron otros gastos operativos, los cuales no alcanzaron a ser cubiertos por otros ingresos operativos, llevando como consecuencia que fueran deducidos de la utilidad bruta generada en ese año.

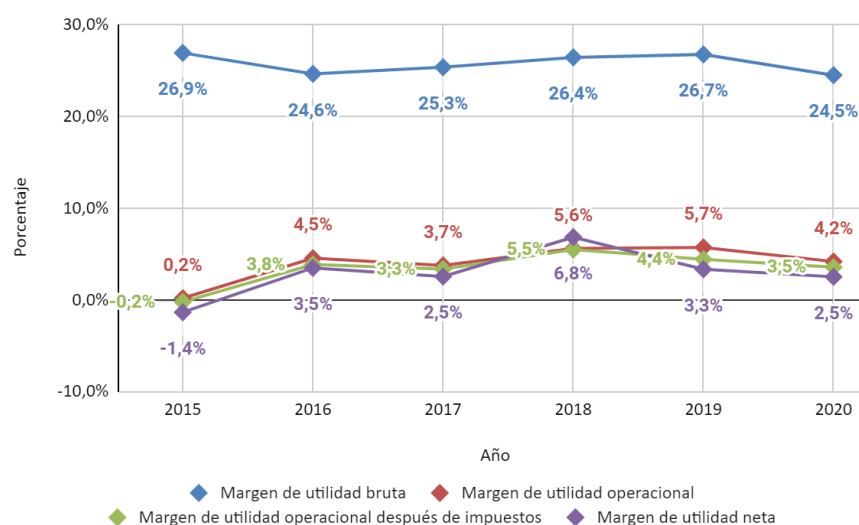
El margen operacional después de impuestos fue en promedio de 3,4%, la variación que se dio entre el año 2015 y 2020 fue de 3,8%; para el año 2018 se logró el mayor índice, el cual se ubicó en el 5,5%. Finalmente, el margen de utilidad neta presentó comportamientos similares al margen operacional después de impuestos, con una tendencia creciente, ya que pasó de un margen negativo del -1,4% en el año 2015 a 2,5% al final del periodo, en el año 2018 se logró obtener el margen más alto, con una tasa del 6,8% (Ver Gráfico 39).

e. Rendimiento – Grandes empresas

El rendimiento de los activos (ROA) de las grandes empresas del sector estudiado alcanzó un nivel promedio de 3,4%, mientras que el rendimiento del patrimonio (ROE) llegó a 5,5%, como se puede observar en el Gráfico 40, para la mayoría de años el ROE estuvo por encima del ROA, excepto para el año 2015 en el que, el ROE inició el sexenio estudiado con una cifra por debajo de cero (-2,9%), luego de lo cual se recuperó mostrando un crecimiento bastante importante hasta el 2018 cuando llegó a su punto más alto con 12,4%, pero finalmente presenta una tendencia

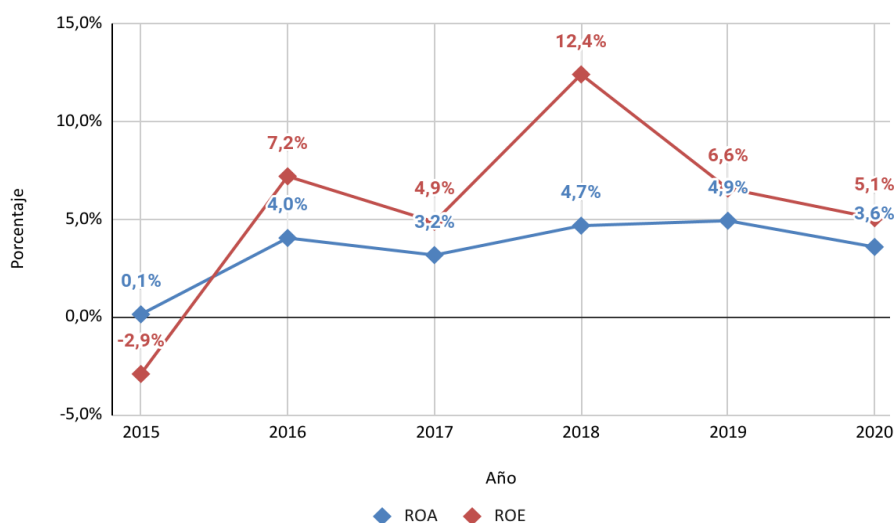
decadente llegando a 5,1% para 2020. Por su parte el ROA tendió a crecer hasta el 2019 pasando de 0,1% (en 2015) a 4,9%; sin embargo, al igual que el ROE, cerró el periodo estudiado con una disminución, ubicándose en 3,6% para el 2020 (Ver Gráfico 40).

Gráfico 39. Indicadores de eficacia – Grandes empresas del sector



Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

Gráfico 40. Indicadores de efectividad – Grandes empresas del sector

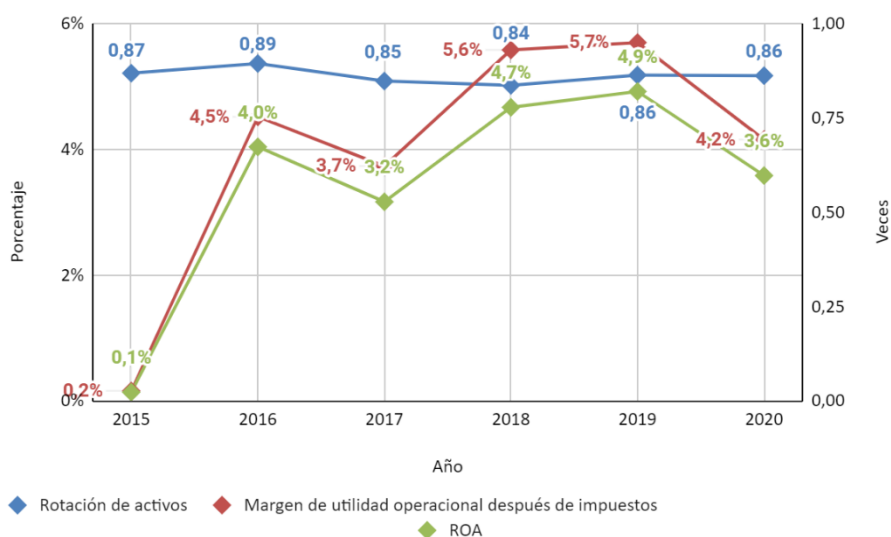


Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

f. Rendimiento Dupont y Dupont Ampliado – Grandes empresas

El comportamiento del indicador ROA, según el sistema Dupont, resulta del conjunto de variables: margen de utilidad operacional después de impuesto y rotación de activos, aunque, para las empresas grandes del sector, es notoria una mayor incidencia del margen UODI en su comportamiento, debido a que las fluctuaciones tanto positivas como negativas determinaron el rendimiento de los activos. La rotación de los activos no contó con una tendencia marcada en su comportamiento por lo que su influencia en los resultados fue relativamente baja. La mayor variación en el ROA se dio del 2015 al 2016 como resultado de una creciente importante del margen UODI que pasó de 0,2% a 4,5%, así como, también, fue favorable un aumento en la rotación de los activos que pasaron de 0,87 a 0,89 veces (Ver Gráfico 41).

Gráfico 41. Componentes del Sistema Dupont – Grandes empresas del sector

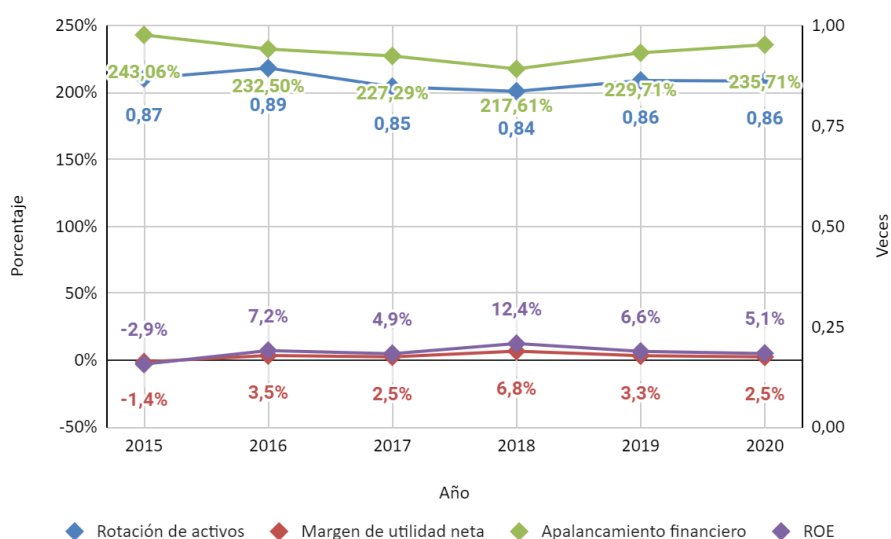


Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

El rendimiento del patrimonio (ROE) para las grandes empresas del sector se mantuvo relativamente estable durante el periodo estudio con una variación porcentual de 7,96% entre los

años 2015 a 2020 y un nivel promedio de 5,5%. No es posible determinar una tendencia marcada para este indicador, ya que fluctuó constantemente, como resultado de las variaciones en el margen neto y la rotación de activos, principalmente. Así, el año con más bajo ROE del sexenio (2015) coincide con un margen de utilidad neta negativo y uno de los niveles de rotación más bajos del periodo. Para el 2018, es posible notar una mayor incidencia del margen neto en el ROE, ya que este llega a su punto más alto (12,4%), a pesar de que tanto la rotación de activos como el apalancamiento financiero disminuyeran con respecto al año anterior (Ver Gráfico 42).

Gráfico 42. Componentes del Sistema Dupont ampliado – Grandes empresas del sector



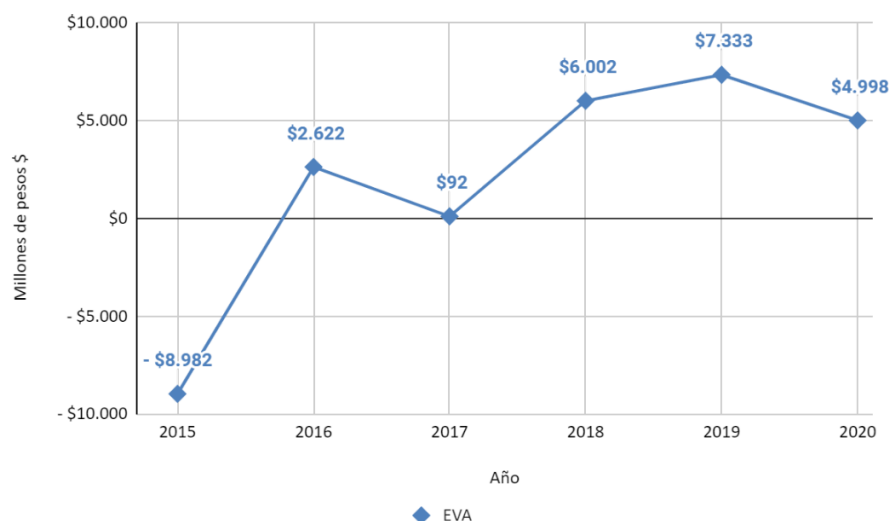
Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

g. EVA – Grandes empresas

El promedio de EVA para las empresas grandes del sector se ubicó en \$2.011 millones de pesos y en términos generales mostró una tendencia creciente, pasando de un nivel de destrucción de valor de -\$8.982 millones de pesos para 2015 a una creación de valor de \$4.998 MM en el año 2020. Como se puede observar en el Gráfico 43, el año con EVA más alto para las grandes

empresas fue el 2019 con \$7.333 MM y el más bajo fue el 2015, cuyo año además fue el único en el que se presentó destrucción de valor para el periodo estudiado.

Gráfico 43. EVA – Grandes empresas del sector



Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

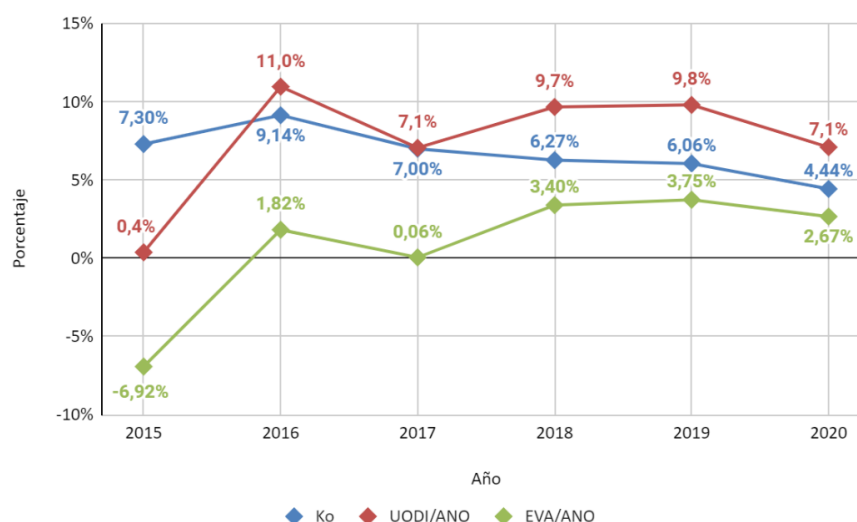
h. Comparaciones K_o , UODI/ANO y EVA/ANO

El resultado de creación o destrucción de valor para las empresas se debió al comportamiento de las variables que lo componen, así: como se puede observar en el Gráfico 44, para el único año en el que la relación EVA/ANO, es decir la aportación del activo neto operacional en la creación de valor, alcanzó valores negativos fue en el 2015 con -6,92%, año que coincide con ser el único del periodo estudiado en que las empresas grandes destruyeron valor para sus accionistas, al contrario, en el año 2019 el EVA/ANO llegó a su mayor valor del sexenio con 3,75% y un nivel de creación de valor de \$7.333 millones de pesos.

Por su parte, el costo de capital (K_o) ubicó su promedio en 6,7% para el periodo estudiado y en términos generales decayó su valor con una variación porcentual de -2,9% entre 2015 y 2020.

El Ko alcanzó su mayor nivel en 2016 con 9,14% y el menor en 2020 con 4,44%. Al comparar el costo de capital con el rendimiento UODI/ANO, en la mayoría de años el costo de capital alcanzó a ser cubierto dando como resultado creación de valor para los accionistas de las empresas grandes, excepto para el año 2015, en el que el Ko ascendió a 7,3%, mientras que la relación UODI/ANO solo llegó a 0,4%, y como consecuencia de dicha situación se generó -\$8.982 millones de pesos de destrucción de valor (Ver Gráfico 44). El comportamiento del costo de capital en el sexenio presentó una tendencia similar al costo de la deuda (Ki) regulado por la tasa de intervención de política monetaria presentada por el Banco de la República en el que para el año 2016 también fue la más alta (Ver Tabla 2).

Gráfico 44. Comparaciones Ko, UODI/ANO Y EVA/ANO – Grandes empresas del sector



Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

8 COMPARACIÓN ENTRE GRUPOS DE EMPRESAS DEL DESEMPEÑO

FINANCIERO DEL SECTOR

8.1 TOTAL EMPRESAS VS PEQUEÑAS EMPRESAS

Por medio de la Tabla 9 se presenta la comparación de resultados del total de empresas dedicadas al sector de elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería vs las pequeñas empresas, de las cuales solo se analizó cinco años, debido a que, en el año 2017 no se contó con empresas para ser evaluado.

Tabla 9. Comparación del desempeño financiero total empresas vs pequeñas empresas - Sector elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería

INDICADOR FINANCIERO	COMPARACIÓN DEL DESEMPEÑO
Crecimiento	Analizando las ventas, se encuentra que el total de empresas presentó algunas variaciones con respecto a las pequeñas empresas, el total de empresas tuvo una tendencia creciente hasta el 2017, la cual disminuye para el año 2018, incrementando para el 2019 y nuevamente disminuyendo para el año 2020, que respecto a las pequeñas empresas, presentó una similitud en la tendencia creciente que se sostiene hasta el año 2019, para el año 2020 también presenta un decrecimiento en su valor. El crecimiento total de las ventas para el total de empresas se situó en un -1,4%, mientras que para las pequeñas empresas fue de 159,6% con base a la información presentada para el año 2015.

	El crecimiento total de los activos para el total de las empresas tuvo un comportamiento similar a las ventas durante el sexenio, sin embargo, para las pequeñas empresas fue creciente a lo largo de los cinco años evaluados para esta población, la variación que se dio para el total de empresas fue de -0,8%, mientras que para las pequeñas empresas se situó en 167,5% con base en la información presentada para el año 2015. Finalmente, para la utilidad neta, se puede encontrar que para el total de empresas la tendencia fue creciente desde el año 2015 hasta el año 2018 y decreció para los años 2019 y 2020; una tendencia similar se vio reflejada para las pequeñas empresas, en donde desde el 2015 hasta el 2018 existió una tendencia creciente, la cual disminuyó para el año 2019 pero aumentó nuevamente para el año 2020. La variación para la utilidad neta del total de empresas fue del 287,1% respecto al año 2015, mientras que para las pequeñas empresas fue de 490,7% con referencia al mismo año.
Endeudamiento	El nivel de endeudamiento se comportó de forma distinta dentro del total de empresas comparado con las pequeñas empresas, mientras para el sector en el periodo 2015 – 2020 tuvo una disminución del 1,3%, para las pequeñas empresas durante los cinco años evaluados en este grupo se presentó un crecimiento del 7,8%; para el sector se puede notar una tendencia decreciente entre los años 2015 – 2018 y

	creciente para los años 2019-2020, pero para las pequeñas empresas se puede notar altibajos constantes, que no sitúan a ambos grupos en el mismo momento, mientras para el total de empresas el endeudamiento iba creciendo para el año 2020, en las pequeñas empresas se encontraba disminuyendo. Respecto al endeudamiento de corto plazo se puede apreciar que tuvo un comportamiento decreciente para ambos grupos entre los años 2016 - 2020, en el total de empresas fue de -9%, mientras que en las pequeñas fue de -26%, el nivel promedio de endeudamiento que se generó en el total de empresas fue del 50%, 19,5 puntos porcentuales inferiores al presentado por las pequeñas empresas, el cual se situó en 69,5%, con lo que se puede inferir que existe un gran porcentaje de deudas con términos de pago inferiores a un año. El apalancamiento financiero para el total de empresas presentó dos comportamientos, disminuyó en el periodo 2015 – 2018 y creció entre los años 2019 y 2020, pero teniendo en cuenta el inicio y final del periodo estudiado (2015 -2020) se puede notar que el apalancamiento financiero presentó un comportamiento decreciente con una disminución del 7,5%, mientras que en las pequeñas empresas este apalancamiento generó fluctuaciones en las que coincidió con el decrecimiento para el año 2018, con una disminución del 39,6% entre el año 2015 a 2020; finalmente, el apalancamiento
--	--

	financiero total para el sector también disminuyó en un 7,5% con un comportamiento similar al apalancamiento financiero tanto en el total sector como en las pequeñas empresas, presentándose en estas últimas una variación del 39,6% (2015-2020).
Rotación	La rotación de cartera para el sector presentó una tendencia creciente al igual que la rotación en pequeñas empresas. El total de empresas aumentó en un 33,9%, mientras que en las pequeñas empresas en 359,8%, esto en comparación con el año base, 2015. La rotación de inventarios para el sector y para las pequeñas empresas mantiene un comportamiento estable durante el periodo 2015 - 2020, con una variación del -12,8% y del 5,1%, respectivamente, siendo la rotación promedio de inventarios del sector de 6,2 veces y de las pequeñas empresas de 4,9 veces La rotación de activos fijos presentó un comportamiento decreciente para ambos grupos, con una variación de -3,8% (2015 – 2020) para el total de empresas, mientras que para las pequeñas empresas fue del -9,2% (2015 -2020), se pudo notar que existen mayores cambios en las pequeñas empresas, siendo la rotación de activos fijos de 9,4 veces, mientras que para el total de empresas fue de 1,2 veces. Finalmente, respecto a la rotación de activos totales se pudo notar que el promedio para el total de las empresas fue de 0,9 veces, mientras

	que para las pequeñas empresas fue de 2,1 veces, siendo para ambos grupos constantes dentro del periodo.
Márgenes	El margen de utilidad bruta para el total del sector tendió a ser estable, se puede notar que su variación entre los años 2015 – 2020 fue del -2,5%, mientras que con las pequeñas empresas se observó una gran variación en los cinco años evaluados en esta población, correspondiente al -19,6% dando como resultado que el margen de utilidad bruta en promedio del sector fuera de 25,8%, mientras que para las pequeñas empresas fuera de 30,5%; este índice es mayor para las pequeñas empresas porque se puede constatar que han existido cambios más bruscos en ellas que los generados como tal en el sector. El margen de utilidad operacional para el total del sector y las pequeñas empresas presentó fluctuaciones variables que no fueron extremas, dando una variación para el sector de 3,9% (2015 - 2020) y para las pequeñas empresas del 3,4% (2015 - 2020) llevando como resultado que fuera en promedio de 4% y 3,2%, respectivamente. Con relación al margen de utilidad después de impuestos para el sector, se puede observar que inició negativamente pero que para el año 2020 en comparación con el 2015 dio un aumento del 3,7%, mientras que para las pequeñas empresas, las cuales también iniciaron negativamente, tuvieron un aumento del 2,9%; finalmente, el margen de utilidad neta fue menor para las pequeñas empresas en

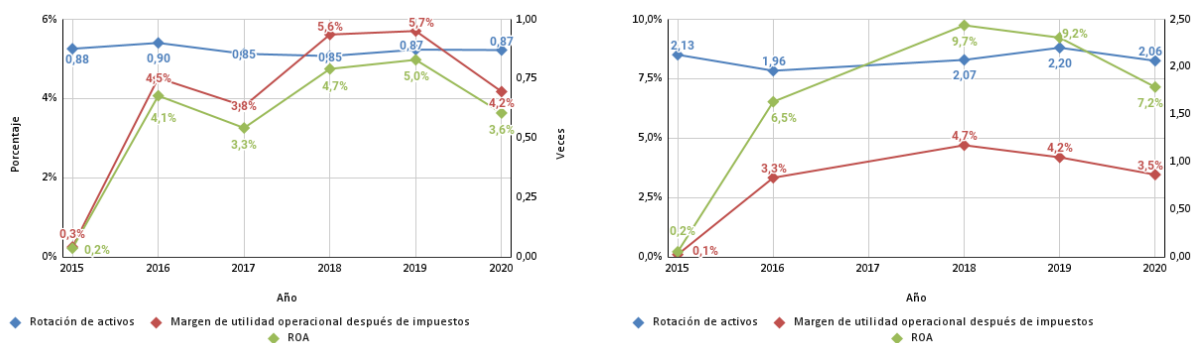
	comparación con el sector, representando una variación del 2,1% y del 3,7% (2015 - 2020).
Rendimiento	El ROA promedio del sector se encontró en 3,5%, mientras que el ROA de pequeñas empresas tuvo como promedio el 6,6%. Se puede observar como el ROA del sector, creció durante los dos primeros años de estudio, decreció para el año 2017, nuevamente creció para los años 2018 y 2019 y decreció para el año 2020, pero a pesar de esta variaciones se logró evidenciar un incremento general del 3,4% durante todo el periodo (2015 – 2020), mientras que el ROA de pequeñas empresas creció hasta el año 2018 y decreció para el año 2019 y 2020, obteniendo una variación en todo el periodo evaluado del 6,9% (Ver Gráfico 45). De acuerdo con el análisis del ROA y la desagregación del sistema Dupont, se puede notar que el margen de utilidad operacional para el sector y las pequeñas empresas fue el factor con mayor incidencia en el comportamiento del sector, mientras que la rotación de los activos se mantuvo relativamente estable y no tuvo mayor compromiso (Ver Gráfico 45). El ROE para el sector y para las pequeñas empresas tuvo un comportamiento estable, tuvo tendencia creciente para el año 2016, decreciente para el año 2017 en el sector, presentando su pico más alto para ambos grupos en el año 2018, decreciendo en el sector hasta

	el año 2020 y para las pequeñas empresas creciendo en el año 2019 y creciendo nuevamente para el año 2020 (Ver Gráfico 46). Para el total del sector se pudo apreciar que el ROE presentó mayor crecimiento, que el ROA; mientras que para las pequeñas empresas se logró observar que si bien el ROE fue mayor, la cantidad diferencial entre ROE y ROA no era exponencialmente ya que fueron en promedio de 6,7%. (Ver Gráfico 45 y 46).
Valor económico agregado (EVA)	En el EVA del sector se pudo apreciar que al inicio del periodo se encontró destruyendo valor, después de ello, creció y pasó a ser un número positivo para el año 2016, pero disminuyó para el año 2017 y aumentó hasta el año 2019, presentando posteriormente para el año 2020 un decrecimiento, todo ello dando como resultado que la variación de EVA fuera del 148,9% con respecto al año inicial de investigación (2015) (Ver Gráfico 47). En el EVA de las pequeñas empresas también se aprecia que en el inicio del periodo este correspondió a un valor negativo, dando pérdida de valor, entre los años 2016 a 2019 creció, sin embargo, disminuyó para el año 2019, pero nuevamente se posesionó como creciente para el año 2020, comportamiento distinto en algunos momentos al presentado por el sector, dando como resultado una variación del 156,7% en el periodo 2015 – 2020. Finalmente, dando como resultado que la creación de valor se diera en cinco de los seis

	años de estudio en el sector y en 4 de los 5 años de estudio de las pequeñas empresas (Ver Gráfico 47).
Comparaciones Ko, (UODI/ANO) Y (EVA/ANO)	El promedio del costo de capital (Ko) para las pequeñas empresas del sector (10,6%) se ubicó por encima del mismo indicador para el total de empresas (6,8%), aunque ambas poblaciones coincidieron en que este índice tendió a decaer con el tiempo; al comparar la variación entre el primer y el último año del periodo estudiado se encontró una variación porcentual de -9,4% para las pequeñas y de -2,8% para el total de empresas. Al igual que en el caso del Ko, la relación UODI/ANO fue superior en el grupo de las empresas pequeñas con un promedio de 9,4% y tendencia creciente, en tanto, el promedio del total sector llegó a 7,5% en el periodo evaluado (2015 – 2020). La relación EVA/ANO fue negativa y tuvo el índice más bajo solo en el primer año del sexenio para ambas poblaciones, ya que fue en el único año donde hubo destrucción de valor. Posteriormente tiende a estabilizarse siendo como promedio para el sector de 0,7% y para las pequeñas empresas de -1,7%, medias inferiores al valor generado para el año 2020 (2,5% para el sector y 2,9% para las pequeñas empresas), debido a que la destrucción de valor del año 2016 fue bastante alta comparada con la recuperación que han tenido a lo largo del periodo.

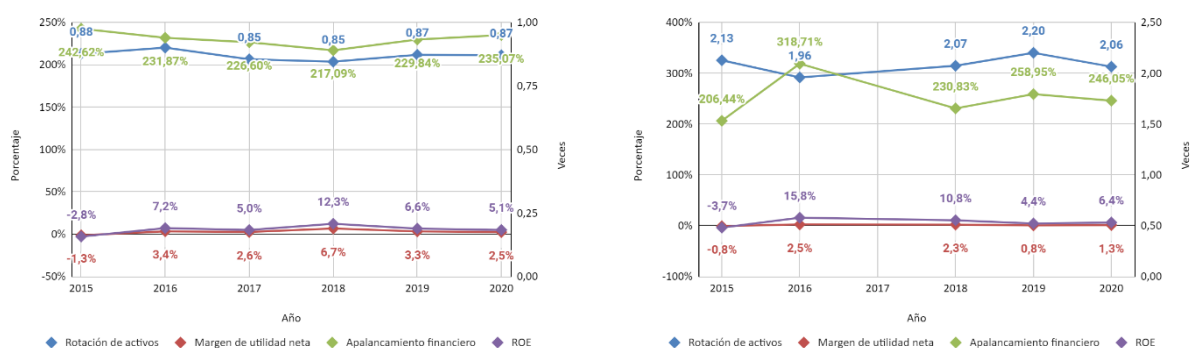
Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

Gráfico 45. Sistema Dupont total empresas vs pequeñas empresas



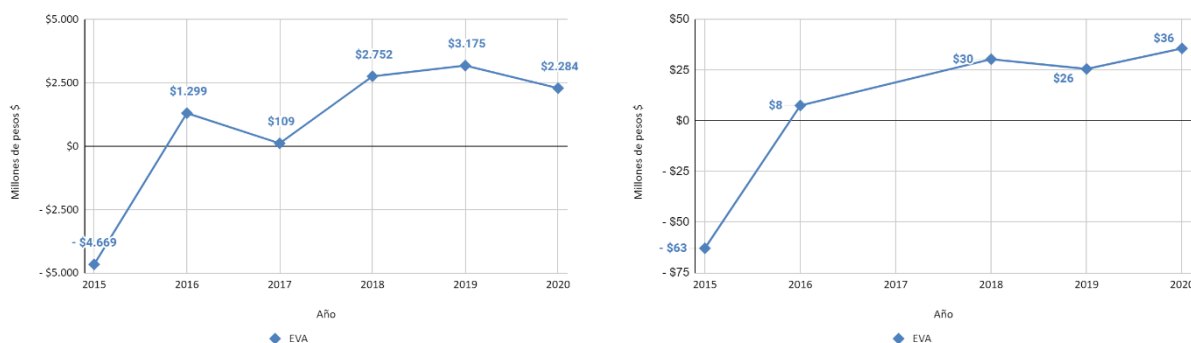
Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

Gráfico 46. Sistema Dupont ampliado total empresas vs pequeñas empresas



Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

Gráfico 47. EVA total empresas vs pequeñas empresas



Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

8.2 TOTAL EMPRESAS VS MEDIANAS EMPRESAS

A través de la Tabla 10, se puede percibir la comparación de resultados del total de empresas dedicadas al sector de elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería vs medianas empresas.

Tabla 10. Comparación del desempeño financiero total empresas vs medianas empresas - Sector elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería

INDICADOR FINANCIERO	COMPARACIÓN DEL DESEMPEÑO
Crecimiento	El promedio de ventas del total sector (\$239.802 millones de pesos) fue considerablemente superior al de las medianas empresas (\$13.615 millones de pesos), sin embargo, para las ventas del primer grupo la tendencia fue decreciente (-1,4%) y para las medianas se evidenció un crecimiento importante (17,9%), para ambos grupos se puede evidenciar que en el año 2018 se dio una caída en las ventas y que el pico más alto para el sector fue en el año 2017, en tanto que, para las medianas empresas fue en el año 2019. En cuanto a la utilidad neta de ambos grupos, cabe resaltar que a pesar de que en valores absolutos, la del total estuvo considerablemente por arriba de las medianas, en este último no se presentó pérdidas (utilidad neta por debajo de cero) para ningún año, en tanto, para el total del sector, el primer año fue de utilidades netas negativas, luego de lo cual recuperó su valor, dando como

	resultado para el periodo 2015 - 2020, una variación porcentual de 287,1%, mientras que la variación presentada para las medianas empresas se situó en -34,4%, con una tendencia a la baja para el último año para ambos grupos. Los activos del total de empresas del sector tuvieron un comportamiento bastante similar al de sus ventas, se puede observar que para el sector los activos se sitúan por encima del valor de las ventas y denotan cierta responsabilidad en ellas, mientras que para las medianas empresas estos se sitúan por debajo de las ventas, lo cual genera algunas diferencias, como por ejemplo, que a pesar de que para el año 2018 el importante aumento en los activos provocara unas ventas más bajas. Además de esto, los activos del total sector se mantuvieron relativamente estables, pero con una pequeña disminución entre el año inicial y final del periodo de -0,8%, en tanto este comportamiento para las medianas empresas presentaron un aumento del 63,5% en todo el periodo (2015 -2020).
Endeudamiento	El nivel de endeudamiento se mantuvo relativamente estable tanto para el total de empresas del sector como para las medianas, ya que en el periodo estudiado (2015 - 2020) tuvieron variaciones porcentuales relativamente bajas (-1,3% para el total y 1,5% para las medianas); el promedio de endeudamiento para las empresas medianas fue inferior (48,6%) al del total sector (56,6%).

	En cuanto a la concentración del endeudamiento en el corto plazo, si bien para ambas poblaciones dicho indicador tendió a disminuir (-28,6% medianas y -8,9% total), en términos porcentuales de promedio, el total de empresas del sector compromete, aproximadamente, la mitad de sus recursos líquidos con obligaciones de corto plazo, en tanto este índice promedio para el grupo de las medianas se ubica en 71,7%. Para ambos grupos, el apalancamiento financiero estuvo por encima del apalancamiento financiero total en todos los años del periodo estudiado, sin embargo, para las empresas medianas estos índices tendieron a crecer un 6,3%, y para el total sector a decaer en un 7,5%.
Rotación	La rotación de cartera para el total de empresas tuvo una tendencia creciente del 33,9%, a lo largo del sexenio, a pesar de que para el año 2017 su índice disminuyó, en cuanto a la rotación de cartera de las medianas empresas, estas también presentaron una tendencia creciente del 36,7% en el periodo evaluado (2015-2020), durante los años 2015 y 2017 tuvieron un comportamiento creciente, el cual para el 2018 decreció pero que se recuperó para los años 2019 y 2020. La rotación de inventarios para el total de empresas tuvo una tendencia constante a lo largo del sexenio, dando para los años 2015

	a 2020 una variación del -12,8%; para las medianas empresas se puede apreciar que entre los años 2015 a 2016 se dio un decrecimiento, que para el 2017 se mantuvo, que disminuyó para el año 2018 e incrementó para los años 2019 y 2020, con una variación del -7,7% entre el año inicial y final del periodo. Para la rotación de activos fijos y de activos totales se puede observar que se mantuvieron de forma constante, sin embargo, presentaron una disminución entre el inicio y final del periodo (2015 – 2020) de -3,8% y de -0,6% respectivamente para el total de empresas y para las empresas medianas su disminución fue del -40,6% y -27,8% respectivamente.
Márgenes	El margen de utilidad bruta promedio fue menor para el total de las empresas (25,8%) en relación con las medianas empresas (29,1%). Ambas poblaciones presentaron una tendencia decreciente a lo largo del sexenio, con una disminución entre el año inicial y final del periodo de -2,5% y -4,6% respectivamente. El margen de utilidad operacional para el total de las empresas mostró un comportamiento creciente porque pasó de 0,3% en 2015 a 4,2% en 2020, con un incremento del 3,9%, mientras que las medianas empresas presentaron diferentes fluctuaciones durante el periodo, pero en términos generales tuvieron una tendencia a

	decrecer, disminuyendo su valor de 6,2% en 2015 a 4,9% en 2020, con una variación de -1,3% entre el mismo periodo. En cuanto al margen de utilidad después de impuesto para el total de las empresas del sector se observó una tendencia a crecer, ya que empezó el periodo (2015) con un índice negativo (-0,2%), pero para los siguientes años se recupera alcanzando para el 2020 un índice de 3,5%, lo que representó un incremento del 3,7%. En cambio el grupo de las medianas empresas presentó una tendencia decreciente en el sexenio, disminuyó en un 1,9% pasando de 5,2% en 2015 a 3,2% en el 2020. Finalmente, el margen de utilidad neta en el total de empresas del sector presentó un incremento del 2,9% durante todo el periodo estudiado, ya que se recuperó de un valor negativo (-1,3%) con el que empezó sexenio (2015), ascendiendo a 2,5% al final del periodo (2020); el total de las empresas alcanzó su punto más alto en el 2018, llegando a 6,7%. Por su parte, las medianas empresas presentaron una tendencia decreciente durante el periodo 2015 a 2020, disminuyendo en un -1,6%, pasando de 3,6% en 2015 a 2% en 2020.
Rendimiento	El ROA promedio del sector se encontró en 3,5%, mientras que el ROA de las medianas empresas tuvo como promedio el 9,1%. Se puede observar como el ROA del sector, creció durante el primer

	año de estudio, decreció para el año 2017, nuevamente creció para el año 2018, tocando su pico más alto y decreció para los años 2019 y 2020, logrando obtener un aumento del 3,4% respecto al año 2015, mientras que el ROA de medianas empresas tuvo tendencia a la baja hasta el año 2016, para el año 2017 se incrementó y volvió a disminuir para los años 2018 al 2020, obteniendo en términos generales una disminución del -4,7% entre el 2015 – 2020 (Ver Gráfico 48). De acuerdo con la desagregación del sistema Dupont, el ROA para el sector se vio afectado por el margen de utilidad operacional, mientras que la rotación de los activos se mantuvo relativamente estable y no tuvo mayor incidencia (Ver Gráfico 48). El ROE para el sector y para las medianas empresas tuvo un comportamiento de crecimiento variable, pues a lo largo de los años ha crecido y disminuido también. Su comportamiento es similar al presentado por el ROA en cada grupo de estudio. Solo en el sector para el año 2015, el ROE presentó valores por debajo de cero (-2,8%), logrando recuperarse para los años siguientes, obteniendo un aumento del 7,8% a lo largo del periodo (2015- 2020), mientras que para las medianas empresas que habían empezado positivamente en el año 2015 (12,5%) a lo largo del periodo disminuyeron en un -7,4% para el año 2020, ubicando el ROE en 5,2% (Ver Gráfico 49).
--	---

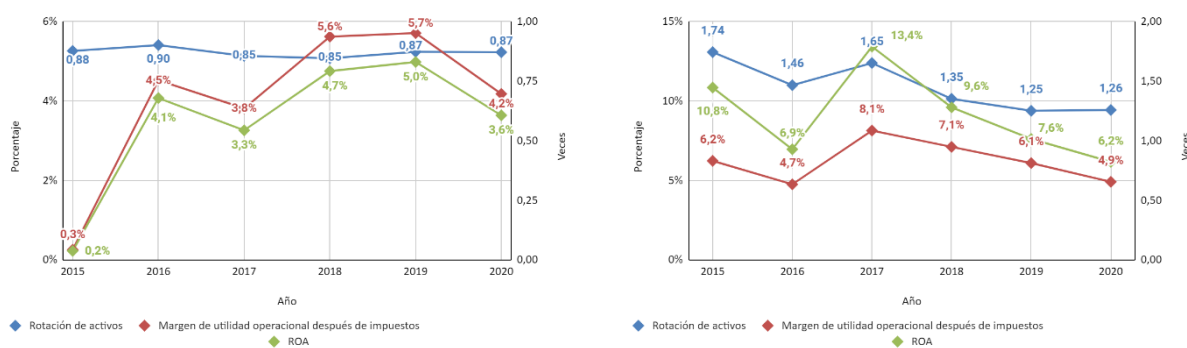
	Para el total del sector se pudo apreciar que el ROE presentó mayor crecimiento, que el ROA; mientras que para las medianas empresas se logró observar que tanto el ROA como el ROE presentan tendencias decrecientes del -4,7% y -7,4% entre el año inicial y final del periodo.
EVA	La creación de valor en ambas poblaciones presentó constantes fluctuaciones, llegando incluso a ser negativa (destrucción de valor) en algunos años, los comportamientos generados en cada grupo fueron contrarios; mientras que en el sector hubo destrucción del valor para el primer año, para las medianas empresas se dio la segunda creación de valor más grande para el grupo, para el año 2016 la situación también era contraria en tanto que, el sector presentaba generación de valor (\$1.299 millones de pesos) y las medianas empresas tocaban el pico más bajo (-\$179 millones de pesos) en la destrucción de valor. En el sector se pudo observar una tendencia creciente de valor, mientras que para las medianas empresas se dieron picos entre creación y destrucción de valor con una tendencia decadente porque pasó de \$188 millones de pesos en 2015 a solo \$3 millones de pesos en 2020 (Ver Gráfico 50).
Comparaciones Ko, (UODI/ANO) Y (EVA/ANO)	El promedio del costo de capital (Ko) fue superior en las empresas medianas (10%) que para el total del sector (6,8%) y para ambos tendió a decaer con el paso del tiempo, llegando a ser en el año

2020: 4,5% para el total y 6,4% para las medianas. De igual forma, el rendimiento (en la UODI) generado por el ANO fue más alto en las empresas medianas con 10,9% como promedio, en tanto en el total del sector, este índice solo ascendió a 7,5%.

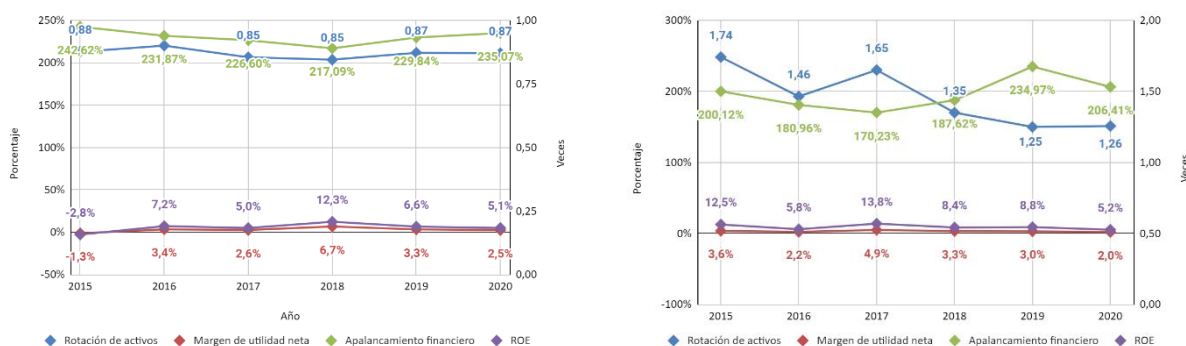
Cabe resaltar que para el año 2015 (en el caso del total de empresas) y para el 2016 y 2019 (en el grupo de medianas), la relación EVA/ANO es negativa porque para esos años la inversión en ANO no generó creación de valor, sino todo lo contrario, al no ser suficientes sus rendimientos para cubrir los costos de capital generaron destrucción de valor.

Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

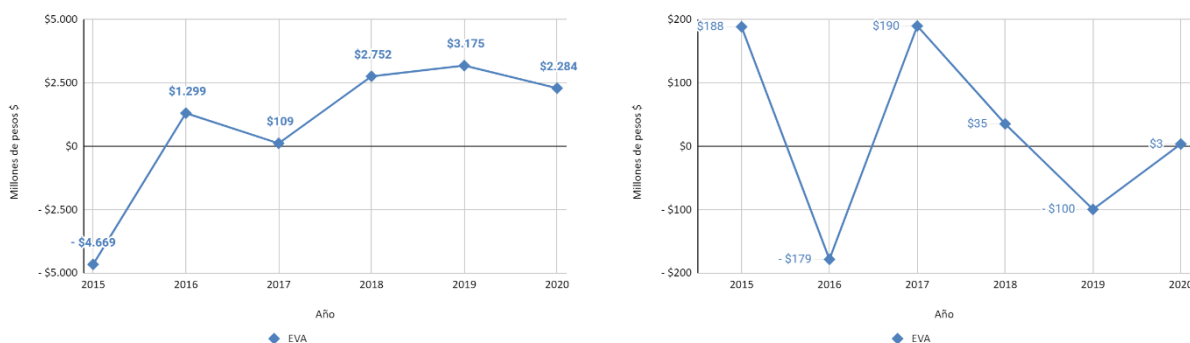
Gráfico 48. Sistema Dupont total empresas vs medianas empresas



Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

Gráfico 49. Sistema Dupont ampliado total empresas vs medianas empresas

Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

Gráfico 50. EVA total empresas vs medianas empresas

Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

8.3 TOTAL EMPRESAS VS GRANDES EMPRESAS

A través de la Tabla 11, se puede percibir la comparación de resultados del total de empresas dedicadas al sector de elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería vs grandes empresas.

Tabla 11. Comparación del desempeño financiero total empresas vs grandes empresas - Sector elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería

Crecimiento	El promedio de ventas para el grupo de las grandes empresas (\$461.869 millones de pesos) fue considerablemente superior al del total de empresas del sector (\$239.802 millones de pesos) y su comportamiento fue un poco diferente, ya que las primeras crecieron un 10,4%, y las segundas decayeron un -1,4% en comparación con el año 2015. Las ventas más altas para el grupo de grandes se presentaron en el 2019 con \$502.632 MM, en tanto el total del sector alcanzó sus mayores ventas en el año 2017 con \$295.636 MM, para luego decaer. La utilidad neta de ambos grupos (total y grandes) fue bastante similar en cuanto a las fluctuaciones y la variación porcentual, ya que iniciaron el periodo estudiado (año 2015) con valores por debajo de cero, alcanzaron su punto más alto en el año 2018 con \$14.456 millones de pesos y \$31.134 millones de pesos, respectivamente; además de lo cual, sus variaciones porcentuales fueron considerablemente altas y similares (287,1% para total empresas y 298,8% para el grupo de las grandes en el periodo 2015 – 2020). El comportamiento del nivel de activos para ambos grupos tuvo correspondencia con las ventas generadas, debido que al observar los gráficos es posible notar su correlación, al tener aumento de la
-------------	---

	inversión en activos se generaron mayores ventas. El año con más activos para el total de empresas fue el 2017 con \$345.797 millones de pesos, mientras para el grupo de las grandes esto ocurrió en el 2019 con \$582.132 millones de pesos.
Endeudamiento	El nivel de endeudamiento promedio de ambos grupos fue similar, el del total de empresas llegó a 56,6%, y el del grupo grandes empresas se ubicó en 56,7%, además de los cual se mantuvo con relativa estabilidad al no presentar fluctuaciones muy significativas a lo largo del periodo y no mostrar tendencias marcadas de aumento o disminución. Tanto para el total de empresas como para el grupo de grandes, la concentración del endeudamiento en el corto plazo llegó a un nivel aproximado del 50%, indicando que ambos grupos de empresas comprometen la mitad de sus recursos en obligaciones de corto plazo. Este índice tendió a disminuir en un 9% para las grandes y en 8,9% para el total. El apalancamiento financiero fue superior al apalancamiento financiero total para ambos grupos y contó con una tendencia de decrecimiento para los primeros cuatro años, luego de lo cual volvió a recuperar su valor hasta 2020. Al comparar el apalancamiento financiero y apalancamiento financiero total del año 2015 con el año

	2020, se evidencia una disminución en el valor del 7,3% para las grandes y 7,5% para el total.
Rotación	La rotación de cartera para el total de empresas tuvo una tendencia creciente a lo largo del sexenio del 33,9%, a pesar de que para el año 2017 su índice disminuyó en un 4,5% en comparación a los años anteriores, en cuanto a la rotación de cartera de las grandes empresas, se puede inferir que su comportamiento es similar, durante los años 2015 y 2016 tuvo un comportamiento creciente, el cual decreció para el año 2017 pero se recuperó entre los años 2018 - 2020, dando como resultado en términos generales un aumento a lo largo del periodo (2015-2020) del 34,1%. La rotación de inventarios para el total de empresas tuvo una tendencia constante a lo largo del sexenio, pero con una variación decreciente de 12,8% entre el año 2015 y 2020, para el año 2018 se nota un decrecimiento, sin embargo en los siguientes años continúa de forma constante. En relación con las grandes empresas se puede apreciar que su comportamiento es igual al sector, durante los años 2015 a 2017 se mantiene constante, pero decrece levemente para el periodo 2018 a 2020, manteniéndose constante, pero con una disminución del-13,1% entre el año inicial y final del periodo (2015 – 2020).

	Para la rotación de activos fijos y activos totales se puede observar que se mantuvieron de forma constante, pero con una leve disminución entre el año 2015 y el año 2020, esta disminución fue de -3,8% en la rotación de activos fijos y de -0,6% en la rotación de activos totales para el total de empresas y para las grandes empresas fue de -4,1% y -0,8% respectivamente.
Márgenes	Los márgenes promedios durante el periodo 2015 a 2020 son muy similares entre el total de empresas del sector y las grandes empresas. El margen de utilidad bruta promedio fue de 25,8% para ambos grupos, al igual que, el margen de utilidad operacional con 4%, el margen de utilidad operacional de impuesto con 3,4% y el margen de utilidad neta con 2,9%. El margen de utilidad bruta presentó un comportamiento estable tanto para total de las empresas del sector, como que para las grandes empresas, pero si se compara el año de inicio (2015) con el año final (2020) del periodo para estas dos poblaciones, se observa que hubo una disminución de 2,5% para el total de empresas y de -2,4% para las grandes empresas a lo largo del periodo. El margen de utilidad operacional para ambos grupos de empresas se incrementó durante el sexenio en un 3,9% para el total de empresas y del 4% para las grandes empresas.

	El margen de utilidad operacional después de impuesto y el margen de utilidad neta presentaron un comportamiento similar durante el periodo 2015 a 2020 para ambos grupos de empresas, iniciando el periodo con un índice negativo, el cual para los siguientes años se lograron recuperar, terminando el sexenio con una variación positiva. En términos generales la UODI tendió a crecer en un promedio de 3,7% a lo largo del periodo para ambas poblaciones, al igual que la utilidad neta que se incrementó en promedio un 3,8%.
Rendimiento	El indicador del ROA para el sector tuvo una tendencia creciente y decreciente durante el periodo objeto de estudio, pero la tendencia que se mantuvo a lo largo del periodo fue creciente, en la cual se notó un aumento del ROA de 3,4% entre 2015 - 2020 y un promedio de 3,5%; respecto al ROE se encuentra que su comportamiento es similar al del ROA, presentando un aumento del 7,8% y un promedio de 5,6% durante el mismo periodo. En las grandes empresas se observa una tendencia creciente a lo largo del sexenio, el ROA más alto se dio en el año 2019 (4,9%) y fue en promedio del 3,4% (2016 – 2020) con una variación alta como consecuencia de un ROA de 0,1% en el año 2015; respecto al ROE, se observó altibajos durante los años evaluados con un promedio de 5,5% y una variación del 8% (2015 – 2020) (Ver Gráfico 51 y 52).

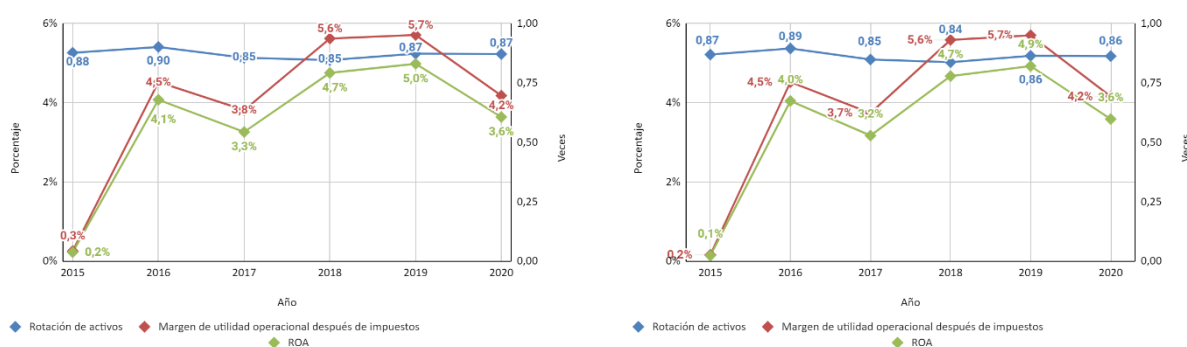
	De acuerdo con la desagregación del sistema Dupont, el ROA para el total de empresas del sector se vio afectado por el margen de utilidad operacional al igual que el ROA de grandes empresas, puesto que la rotación de los activos se mantuvo relativamente estable y no tuvo mayor incidencia. Respecto al ROE, se puede constatar que para el total y las grandes empresas, el margen de utilidad neta y el apalancamiento financiero influenciaron en mayor medida este indicador ya que la rotación de activos fue más constante durante el periodo (Ver Gráfico 51 y 52).
EVA	A pesar de que en términos de valor absoluto, la creación de valor promedio en ambas poblaciones dista de forma considerable (\$825 millones de pesos para total vs \$2.011 millones de pesos para grandes), su comportamiento fue bastante similar, ya que las fluctuaciones de aumento o disminución se presentaron de la misma forma en ambos grupos, para finalmente tener una variación porcentual similar de 148,9% (total) y 155,6% (grandes) para el periodo estudiado (Ver Gráfico 53).
Comparaciones K_o , (UODI/ANO) Y (EVA/ANO)	El costo de capital (K_o) promedio fue bastante similar para ambas poblaciones (6,8% total y 6,7% grandes), La tendencia presentada para ambos grupos fue decadente, la variación presentada para el total de empresas fue de -2,8%, mientras que para las grandes empresas fue de -2,9%.

Por su parte, el rendimiento promedio del ANO sobre la UODI también fue similar para ambas poblaciones, siendo de 7,5% para el total sector y 7,5% para el grupo de grandes, con una tendencia creciente entre el año 2015 – 2016, decreciente para el año 2017, estable entre los años 2018 – 2019 y decadente para el año 2020.

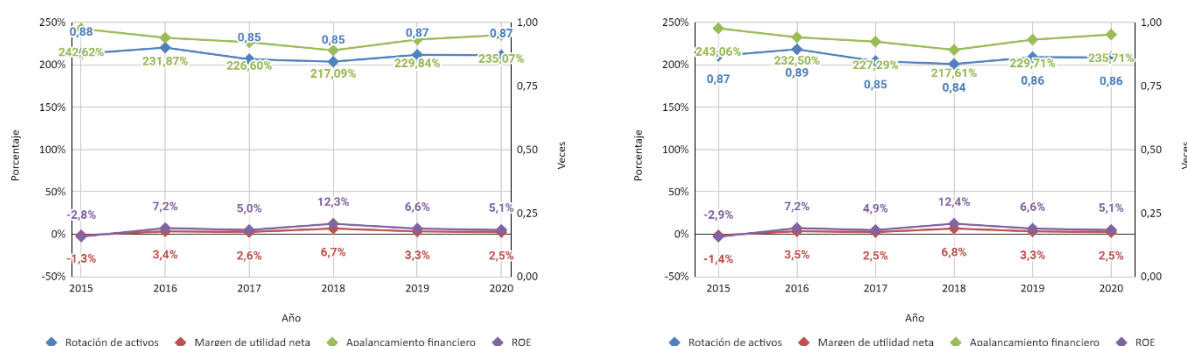
De acuerdo con el conjunto de factores mencionados, el resultado de la relación EVA/ANO presentó un comportamiento fluctuante llegando a valores por debajo de cero en el 2015 para ambas poblaciones, año en el que hubo destrucción de valor como resultado de que el costo de capital no alcanzara a ser cubierto por el rendimiento UODI/ANO, para el resto de los años hubo creación de valor en ambas poblaciones.

Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

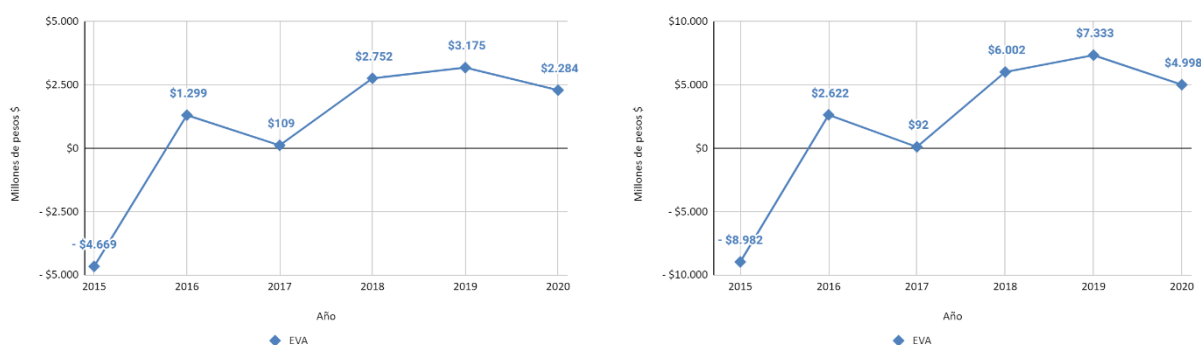
Gráfico 51. Sistema Dupont total empresas vs grandes empresas



Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

Gráfico 52. Sistema Dupont ampliado total empresas vs grandes empresas

Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

Gráfico 53. EVA total empresas vs grandes empresas

Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

8.4 PEQUEÑAS EMPRESAS VS MEDIANAS EMPRESAS

Por medio de la Tabla 12 se presenta la comparación de resultados de cinco años del sexenio de las pequeñas empresas dedicadas al sector de elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería vs medianas empresas.

Tabla 12. Comparación del desempeño financiero pequeñas empresas vs medianas - Sector elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería

INDICADOR FINANCIERO	COMPARACIÓN DEL DESEMPEÑO
Crecimiento	En valores absolutos, las ventas promedio de las medianas empresas (\$13.615 millones de pesos) fueron considerablemente superiores a las de las pequeñas empresas (\$3.648 millones de pesos) y, aunque ambas contaron con una tendencia creciente, la variación porcentual de las primeras se ubicó en 17,9%, mientras que para el grupo de pequeñas, el crecimiento de ventas fue bastante significativo con 159,6%. En cuanto a la utilidad neta promedio alcanzada por ambos grupos, la de las medianas se ubicó en \$432 millones de pesos en tanto para las pequeñas empresas esta solo llegó a \$48 millones de pesos, con la trascendencia que, para estas últimas existió la ventaja de una marcada tendencia creciente de 490,7%, contraria a las medianas empresas, la cual disminuyó un 34,4%. Cabe resaltar que en las medianas empresas no hubo ningún año con pérdidas netas, mientras que las pequeñas empresas iniciaron el periodo evaluado con una utilidad neta por debajo de cero. Los activos totales promedio de ambos grupos tendieron a crecer (167,5% para pequeñas y 63,5% para medianas) y su comportamiento tuvo correspondencia con la generación de ventas

	para la mayoría de los años, excepto para el año 2018 en las medianas, ya que para este año, un aumento importante en la adquisición de activos se presentó junto a una baja importante en el nivel de sus ventas.
Endeudamiento	El nivel de endeudamiento para las pequeñas empresas fue estable en los cinco años evaluados, con un incremento del 7,8% entre el inicio y final del periodo; el nivel de endeudamiento de las medianas empresas presentó un comportamiento constante y al igual que la población de las pequeñas empresas se incrementó a lo largo de los cinco años evaluados del sexenio en un 1,5%. El endeudamiento a corto plazo para las pequeñas empresas fue creciente para los años 2015 - 2016, disminuyó para el año 2018 y nuevamente se incrementó para el año 2019 y finalmente, disminuyó para el año 2020, teniendo una disminución del -26% en todo el periodo. Para las medianas empresas se puede observar que presentó una tendencia decreciente del -28,6% entre los años 2015 a 2020. Respecto al apalancamiento financiero para las pequeñas empresas se encuentra que de 2015 a 2016 existió una tendencia de incremento, la cual disminuyó para el 2018, incrementándose nuevamente en el 2019 y decayendo para el 2020, con una variación del 39,6%. La cual a comparación de las medianas empresas tiene

	una tendencia decreciente para los años 2015 a 2017, la cual incrementó entre el 2017 y 2019 y disminuye para el año 2020 con una variación de 6,3%. El apalancamiento financiero total para las pequeñas empresas fue en promedio de 152,2% con un incremento del 39,6% a lo largo de los cinco años evaluados, mientras que para las medianas empresas fue en promedio de 96,7% con un incremento de 6,3% en todo el sexenio, pero con una tendencia decreciente para el año 2020 con respecto al año anterior.
Rotación	La rotación de cartera para las pequeñas empresas tuvo una tendencia a sostenerse, sin embargo para el año 2020 se presenta una rotación de 34,6 veces, con la que se pudo apreciar que surge un crecimiento en el valor de la rotación, creando una variación del 359,8% sobre el valor inicial de rotación del año 2015, por su parte, la rotación de cartera para las medianas empresas tuvo una tendencia decreciente para los años 2015 a 2018 y creciente para los años 2019 y 2020, con una variación del 36,7% La rotación de inventarios para las pequeñas empresas se desarrolló de forma constante, con una variación del 5,1%, que en contraste con las medianas empresas se observa que estas últimas, presentan una tendencia creciente del 2015 al 2017, decrece para el año 2018 y vuelve a ser creciente para los años 2019 y 2020, dando como

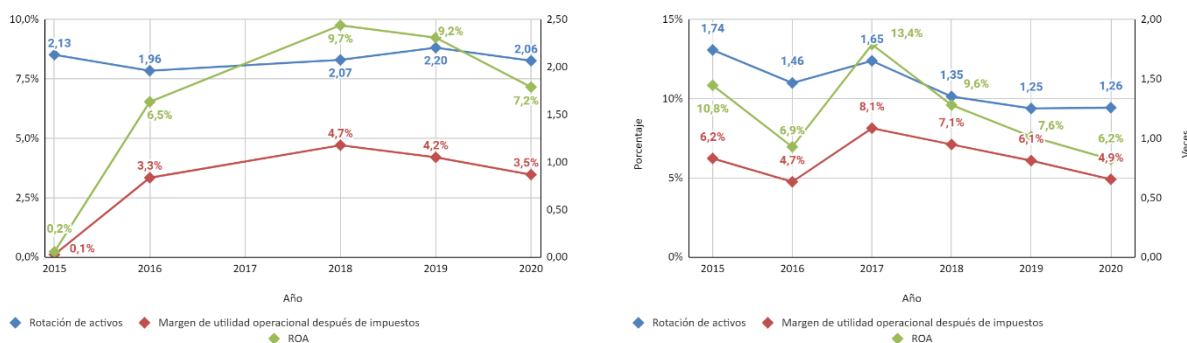
	resultado una variación del -7,7% entre el año inicial y final del periodo (2015-2020). Con la rotación de activos fijos para ambos grupos presentó una tendencia decreciente del -9,2% para las pequeñas empresas y de -40,5% para las medianas empresas. Para los activos totales, se puede apreciar una tendencia a sostenerse y ser constante para ambos grupos.
Márgenes	El margen de utilidad bruta para las pequeñas empresas tendió a decrecer durante los años evaluados, presentando una disminución significativa del 19,59%, este indicador pasó de tener un valor de 40,3% en 2015 a 20,7% al final del periodo; el mejor año para las pequeñas empresas fue el 2016 (43,1%). En las medianas empresas aunque no hubo grandes variaciones, se puede evidenciar un decrecimiento del 4,6% durante el periodo si se compara el año 2015 donde inicia con el año 2020 donde finaliza. El promedio del margen de utilidad bruta de las pequeñas empresas (30,5%) fue similar al promedio de las medianas empresas (29,1%), lo que indica que generan un margen paralelo en las actividades relacionadas con sus operaciones, su tendencia fue decadente para los últimos cuatro años. El promedio del margen de utilidad operacional durante el periodo evaluado (2015-2020) fue de 3,2% para las pequeñas empresas y 6,2% para las medianas, siendo el de

	estas últimas el promedio más alto entre las dos poblaciones, sin embargo las medianas empresas presentaron una variación negativa de 1,3% a lo largo del periodo, mientras que las pequeñas empresas presentaron una variación positiva de 3,4%. fue de con una variación más alta para las pequeñas empresas. El promedio del margen de utilidad operacional después de impuesto de las medianas empresas (4,5%) fue mejor que el de las pequeñas empresas (1,9%). Este último grupo de empresas empezó el periodo con un índice negativo, pero logra recuperarse durante el periodo, alcanzando un valor para el año 2020 de 2,4%, incremento que equivale al 2,9%. Las medianas empresas tienen fluctuaciones variables durante el periodo, sin embargo, en términos generales se evidencia una disminución del 1,9% entre el año 2015 y 2020. El margen de utilidad neta para las pequeñas empresas aumentó en un 2,1% durante el periodo; mientras que para las medianas empresas disminuyó en un 1,6%.
Rendimiento	En referencia al ROA, se encuentra que para las pequeñas empresas este indicador tuvo una tendencia creciente hasta el año 2018, la cual prosiguió con una tendencia decreciente hasta el año 2020, el promedio se situó en el 6,6% con una variación del 6,9% durante el periodo; para las medianas empresas se logra observar que existe una tendencia creciente y decreciente a lo largo de los años, que da

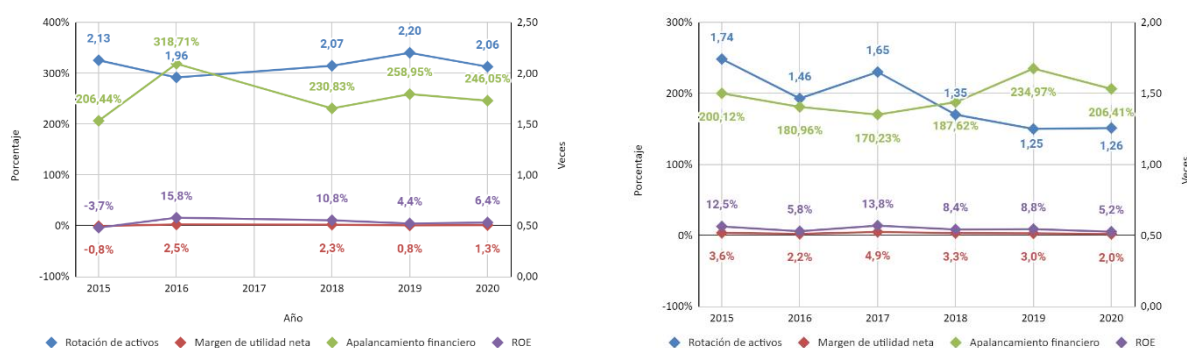
	como resultado que la tasa promedio sea de 9,1% con una variación del -4,7% (Ver Gráfico 54). De acuerdo con la desagregación del sistema Dupont, el ROA para las pequeñas empresas se vio afectado por el margen de utilidad operacional, puesto que la rotación de los activos se mantuvo relativamente estable y no tuvo mayor incidencia. Lo mismo sucede con las medianas empresas, las cuales cuentan con un indicador de rotación de activos estable (Ver Gráfico 54). Respecto al ROE, se puede constatar que para las pequeñas y medianas empresas tuvo un comportamiento variable, el cual tiende a ser decreciente para los últimos años, esta inestabilidad corresponde principalmente al margen de utilidad neta y el apalancamiento financiero. Para las pequeñas empresas se puede apreciar que para el año 2015 correspondió a un valor negativo, que conlleva que la variación en este grupo sea del 10,1%, variación positiva porque no toca valores por debajo de cero, mientras que para las medianas empresas fue de -7,4% sin llegar a ser negativo (Ver Gráfico 55).
EVA	El promedio de EVA para las pequeñas empresas (\$7 millones de pesos) distó del mismo índice para las medianas empresas (\$23 millones de pesos), esto debido a que para ambos grupos hubo años con EVA por debajo de cero que bajaron el promedio en contraste

	con los años en los que hubo creación de valor. Durante el periodo estudiado se pudo observar que las pequeñas empresas destruyeron valor en el año 2015, mientras que en las medianas la destrucción de valor se dio en el año 2016 y 2019 (Ver Gráfico 56). En cuanto a las variaciones porcentuales del periodo estudiado, cabe resaltar que en el grupo de las pequeñas, la creación de EVA tendió a crecer en un 156,7%, en tanto que, en el grupo de medianas este índice contó con una disminución del -98,3% (Ver Gráfico 56).
Comparaciones Ko, (UODI/ANO) Y (EVA/ANO)	El promedio del costo de capital (Ko) de ambos grupos de empresas alcanzó un nivel similar (10,6% para pequeñas y 9,9% para medianas), y contaron con una tendencia decadente de -9,4% y -6,8%, respectivamente. En el caso del rendimiento UODI/ANO, su promedio fue levemente más alto para el grupo de medianas empresas (10,9%) en comparación al mismo indicador del grupo de las pequeñas (9,4%). Al observar la relación UODI/ANO en comparación con los costos de capital generados (Ko), cabe resaltar que para el grupo de empresas pequeñas solo en el año 2015 el Ko no alcanzó a ser cubierto por lo cual la relación EVA/ANO es negativa mostrando la destrucción de valor, en tanto para el grupo de empresas medianas, esto ocurrió en el 2016 y 2019; para el resto de los años si se generó creación de valor.

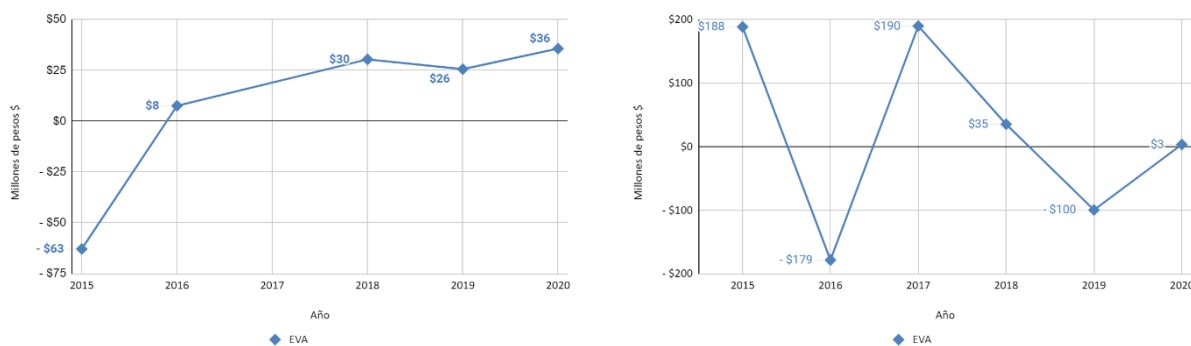
Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

Gráfico 54. Sistema Dupont pequeñas empresas vs medianas empresas

Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

Gráfico 55. Sistema Dupont ampliado pequeñas empresas vs medianas empresas

Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

Gráfico 56. EVA pequeñas empresas vs medianas empresas

Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

8.5 PEQUEÑAS EMPRESAS VS GRANDES EMPRESAS

Por medio de la Tabla 13 se presenta la comparación de resultados de las pequeñas empresas dedicadas al sector de elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería vs grandes empresas. En la comparación para las pequeñas empresas, el año 2017 no es considerado debido a que, no se contó con empresas para ser evaluado.

Tabla 13. Comparación del desempeño financiero pequeñas empresas vs grandes empresas - Sector elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería

INDICADOR FINANCIERO	COMPARACIÓN DEL DESEMPEÑO
Crecimiento	Las ventas promedio del grupo de empresas pequeñas (\$3.648 millones de pesos) en comparación con las de las grandes empresas (\$461.869 millones de pesos) estuvieron significativamente por debajo en términos de valor absoluto, sin embargo, el crecimiento porcentual de las primeras fue positivo y se ubicó en 159,6%, en tanto las ventas de las grandes empresas también crecieron, pero en menor proporción (10,4%). La utilidad neta de ambos grupos contó con un comportamiento bastante similar, al iniciar con un nivel por debajo de cero, pero para los años siguientes se lograron recuperar con una tendencia de crecimiento del 490,7% para el grupo de pequeñas y 298,8% para las grandes.

	Los activos, tanto de las pequeñas como grandes empresas, tendieron a crecer (167,5% pequeñas y 11,2% para grandes), aunque al comparar sus valores absolutos estos distan bastante (\$1.743 millones de pesos para pequeñas y \$535.972 millones de pesos para grandes), finalmente, se pudo observar que su comportamiento tuvo relación directa con el nivel de ventas generadas.
Endeudamiento	El nivel de endeudamiento para las pequeñas empresas fue estable en los cinco años evaluados para este grupo de empresas, sin embargo, presentaron un incremento del 7,8% en todo el periodo; en cuanto al nivel de endeudamiento de las grandes empresas, se puede observar que fueron estables, pero obtuvieron una disminución del -1,3% en el sexenio. El endeudamiento a corto plazo para las pequeñas empresas fue variable, creció y disminuyó a lo largo de los cinco años evaluados del periodo, con un promedio de 69,4% y una disminución del 26% entre el año 2015 a 2020. Para las grandes empresas se pudo observar que se mantuvo relativamente estable en un promedio de 49,7% y con una variación decreciente con respecto al año 2015 del -9.%. Respecto al apalancamiento financiero para las pequeñas empresas se encontró una tendencia variable durante el periodo estudiado, el

	índice más bajo se dio en el año 2015 y el más alto en el año 2016, con una variación entre el año 2015 y 2020 del 39,6%. Para las grandes empresas se encontró que tuvieron un decrecimiento entre los años 2015 – 2018 y un incremento entre el año 2018 a 2020, con una disminución a lo largo del periodo (2015-2020) de 7,3%. El apalancamiento financiero total para las pequeñas empresas fue en promedio de 152,2% con un incremento del 39,6% en los cinco años evaluados, mientras que para las grandes empresas fue en promedio de 130,9% con una disminución de -7,3% comparando el año inicial (2015) con el año final (2020) del periodo.
Rotación	La rotación de cartera para las pequeñas empresas tuvo una tendencia a sostenerse, sin embargo para el año 2020 se pudo apreciar que surge un crecimiento en el valor de la rotación, creando una variación del 359,8% sobre el valor inicial de rotación del año 2015, por su parte, la rotación de cartera para las grandes empresas tuvo una tendencia creciente del 34,1%, siendo para el año 2020 de 10,1 veces. La rotación de inventarios para las pequeñas y grandes empresas fue constante, dando como resultado que, el promedio para las pequeñas empresas sea de 4,9 veces, con una variación del 5,1%, mientras que para las grandes sea de 6,2 veces, con una variación del -13,1%.

	Con la rotación de activos fijos y activos totales, también se puede apreciar la misma tendencia a sostenerse y ser constante, dando como resultado que la rotación sea marcada principalmente por la cartera, y también por el inventario en las grandes empresas.
Márgenes	El promedio del margen de utilidad bruta para las pequeñas empresas fue de 30,5% durante el periodo 2015 a 2020, mientras que para las grandes empresas fue del 25,8%. Las grandes empresas tuvieron un comportamiento estable con una ligera disminución del -2,4% a lo largo del periodo y presentando la tasa más alta en el año 2015 con 26,9%. El margen de utilidad bruta para las pequeñas empresas tiende a decrecer sobre el periodo 2015 a 2020, con una disminución del -19,6%. El margen de utilidad operacional para ambos grupos de población presentó un comportamiento al alza durante el periodo evaluado, con un incremento de 3,4% para las pequeñas y de 4% para el grupo de las grandes. El promedio del margen de utilidad operacional fue inferior para el grupo las pequeñas (3,1%) con respecto a las grandes empresas (3,9%). El margen de utilidad operacional después de impuesto más favorable se presentó en el grupo de las grandes empresas con un promedio de 3,4%, mientras que el promedio del grupo de las pequeñas empresas solo alcanzó el 1,9%. Por último, el margen de

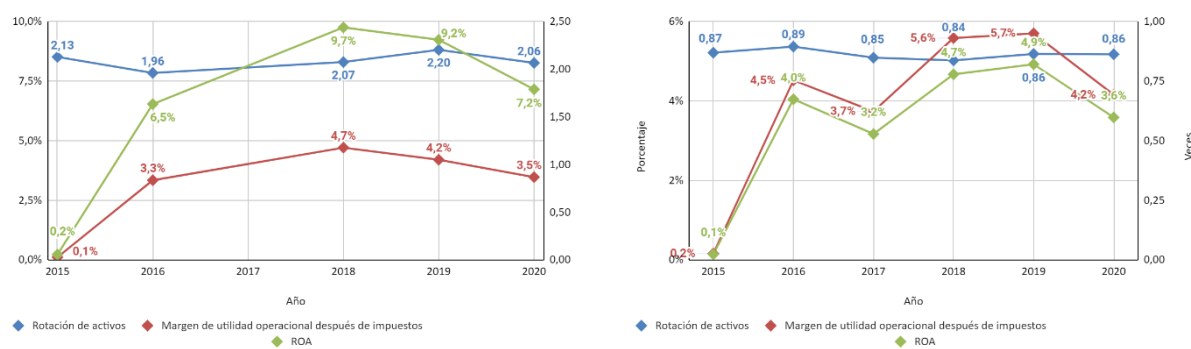
	utilidad neto de las grandes empresas fue mayor que el del grupo de las pequeñas empresas, con un promedio de 2,87% y 1,20% respectivamente. Ambos grupos de empresas presentaron un margen neto negativo en el año 2015, que lo lograron recuperar en los años siguientes, manteniéndose positivos hasta finalizar el periodo.
Rendimiento	En referencia al ROA, se encuentra que para las pequeñas empresas este indicador tuvo una tendencia creciente hasta el año 2018, la cual prosiguió con una tendencia decreciente hasta el año 2020, el promedio se situó en el 6,6% con una variación del 6,9% durante el periodo, para las grandes empresas se observa que tuvo una tendencia creciente, sin embargo para los años 2017 y 2020 se encontró decreciendo, el promedio fue de 3,4% con una variación del 3,4% (Ver Gráfico 57). De acuerdo con la desagregación del sistema Dupont, el ROA para las pequeñas empresas se vio afectado principalmente por el margen de utilidad operacional, puesto que la rotación de los activos se mantuvo relativamente estable y no tuvo mayor incidencia. Lo mismo sucede con las grandes empresas, las cuales cuentan con un indicador de rotación de activos estable. Respecto al ROE, se puede notar que para las pequeñas empresas el promedio fue de 6,7% y tuvo una tendencia decreciente, su variación fue positiva (10,1%)

	debido a que, en el inicio del periodo este índice era negativo; en las grandes empresas se evidencia un comportamiento creciente, con un promedio de 5,5% y una variación del 7,9% (Ver Gráfico 57 y 58).
EVA	El promedio de EVA para el periodo estudiado (2015-2020) distó bastante en los dos grupos de empresas, ya que para las grandes se ubicó en \$2.011 millones de pesos, mientras que para la población de empresas pequeñas, este indicador solo llegó a \$7 millones de pesos. En cuanto a su comportamiento, es posible determinar su similitud porque para ambos, el periodo estudiado inició con una cifra de EVA negativa o destrucción de valor, luego de lo cual se recuperó con una tendencia creciente (Ver Gráfico 59).
Comparaciones Ko, (UODI/ANO) Y (EVA/ANO)	El costo de capital (Ko) promedio de las pequeñas empresas del sector se ubicó en 10,6%, en tanto para las empresas grandes el Ko contó una menor participación porcentual (6,7%), y se mantuvo relativamente estable con una variación de -2,9%, y para las pequeñas la disminución fue un poco más significativa (-9,4%). El costo de capital alcanzó a ser cubierto por el rendimiento UODI/ANO para la mayoría de los años (en los que se creó valor), excepto en el 2015 para ambas poblaciones, año en el que la relación EVA/ANO se ubicó en -6,9% para grandes empresas y -15,3% para

	empresas pequeñas, mostrando la destrucción de valor para los accionistas en dicho año.
--	---

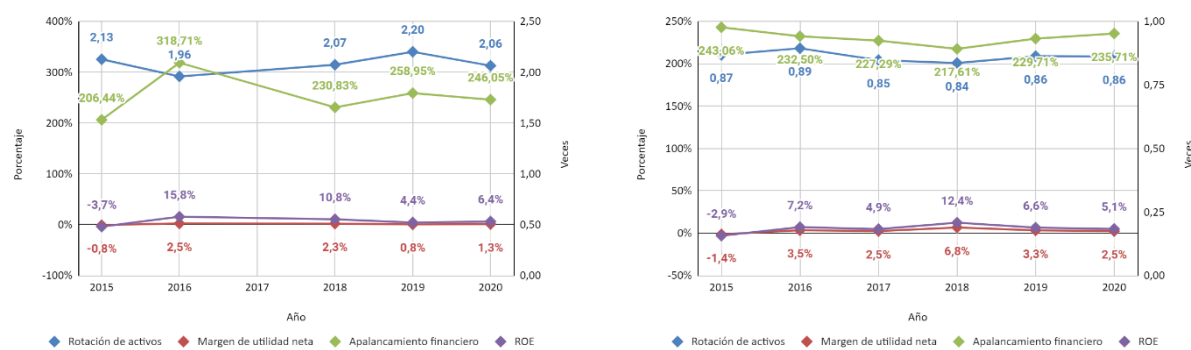
Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

Gráfico 57. Sistema Dupont pequeñas empresas vs grandes empresas

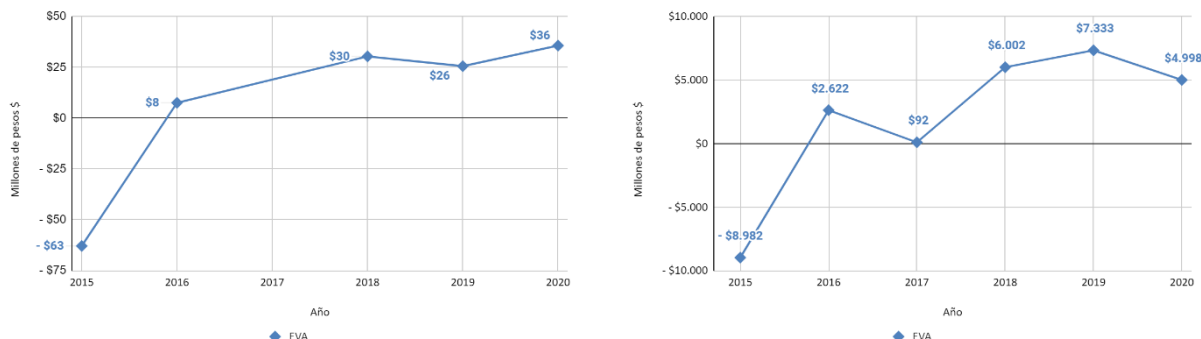


Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

Gráfico 58. Sistema Dupont ampliado pequeñas empresas vs grandes empresas



Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

Gráfico 59. EVA pequeñas empresas vs grandes empresas

Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

8.6 MEDIANAS EMPRESAS VS GRANDES EMPRESAS

A través de la Tabla 14, se puede percibir la comparación de resultados de las medianas empresas dedicadas al sector de elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería vs grandes empresas.

Tabla 14. Comparación del desempeño financiero medianas empresas vs grandes empresas - Sector elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería

INDICADOR FINANCIERO	COMPARACIÓN DEL DESEMPEÑO
Crecimiento	Las ventas de las empresas medianas y grandes tuvieron un comportamiento fluctuante a lo largo del periodo estudiado, al comparar el primer (2015) y último año (2022) es posible evidenciar una similitud marcada en cuanto a la variación porcentual de ambos grupos que se ubicó en 17,9% para medianas y 10,4% para grandes. Los activos totales de ambos grupos tuvieron concordancia con las ventas generadas, con las siguientes excepciones: para el año 2018

	en las empresas medianas, las ventas decayeron a pesar del crecimiento en la adquisición de activos; en el grupo de las grandes, el año 2017 fue atípico ya que se presentó un aumento en el valor de los activos lo que probablemente provocó una disminución de las ventas. Otro factor que vale la pena recalcar, es que, al observar los gráficos es posible notar que para las empresas medianas el valor absoluto de las ventas estuvo por encima del nivel de activos, en tanto para las empresas grandes ocurrió lo contrario. La utilidad neta de ambos grupos distó en gran medida el uno del otro, ya que además de los valores absolutos significativamente diferentes, su variación porcentual fue opuesta, el grupo de las grandes creció un 298,8%, en tanto la utilidad neta de las empresas medianas decayó en 34,4%.
Endeudamiento	El nivel de endeudamiento presentó un comportamiento similar para las medianas y grandes empresas, la variación dada para las medianas empresas fue de 1,5%, mientras que para las grandes empresas se situó en -1,3%. El endeudamiento a corto plazo para las medianas empresas tuvo una tendencia decreciente durante el sexenio, mientras que para las grandes empresas tuvo una tendencia creciente entre los años 2015 y 2018, pero disminuyó hasta el año 2020.

	El apalancamiento financiero para las medianas empresas tuvo una tendencia decreciente entre los años 2015 a 2017, creciente entre los años 2017 a 2019 y decreciente nuevamente para el año 2020, obteniendo una variación del 6,3% respecto al año 2015; en las grandes empresas se pudo observar que el apalancamiento financiero tuvo una tendencia decreciente hasta el año 2018, incrementándose para los años 2019 a 2020 y obteniendo una disminución del 7,3% en todo el periodo evaluado, es decir entre los años 2015 a 2020. Respecto al nivel de apalancamiento total en las medianas empresas, entre los años 2015 a 2017 se pudo observar un decrecimiento, el cual se ve superado durante los años 2018 y 2019, disminuyendo nuevamente para el año 2020, presentando finalmente una variación del 6,3%; mientras que para las grandes empresas, este nivel fue decreciente durante los años 2015 a 2018 y nuevamente creciente para los años 2019 a 2020, con una variación del -7,3%.
Rotación	La rotación de cartera presentó comportamientos variables para las medianas empresas con una rotación promedio de 6,1 veces, mientras que para las grandes empresas tuvo un comportamiento creciente siendo en promedio de 8,7 veces.

	La rotación de inventarios para las medianas empresas tuvo una tendencia decreciente desde el año 2015 a 2018 y presentó un crecimiento para el año 2019 y 2020, obteniendo una variación para este grupo de empresas del -7,7% respecto al año 2015, para las grandes empresas se puede observar que se mantiene estable la rotación de inventarios durante los años 2015 a 2017 pero disminuyendo para el año 2018 y 2019 e incrementándose para el año 2020, obteniendo una variación del -13,1%. Respecto a la rotación de activos fijos se encontró que en las medianas empresas se dio una rotación de 2,8 veces, mientras que para las grandes empresas fue de 1,2 veces, siendo el porcentaje de variación de -40,6% para las medianas empresas y de -4,1% para las grandes, es decir que en las dos poblaciones se presentó una disminución entre el año inicial y final del periodo (2015-2020). En cuanto a la rotación de activos totales, se percibe nuevamente que dentro de las medianas empresas este indicador tiende a disminuir en un -27,9% a lo largo del periodo, mientras que para las grandes empresas se mantuvo casi constante, obteniendo una variación del -0,8%.
Márgenes	El margen de utilidad bruta para las medianas y grandes empresas presentó una tendencia decreciente durante el sexenio, con una disminución del -4,6% para las medianas empresas y de -2,4% para

	las grandes empresas, con un promedio de 29,1% y 25,8% respectivamente. El margen de utilidad operacional fue más alto en las medianas empresas (6,2%) que el presentado por las grandes empresas (3,9%), su tendencia fue variable y presentó una variación durante el sexenio de -1,3% y del 4% respectivamente. Respecto al margen de utilidad operacional después de impuestos y el margen de utilidad neta para las medianas empresas, el comportamiento fue similar al presentado anteriormente, pasando por una variación de -1,9% y -1,6% respectivamente. Para las grandes empresas se presentó una tendencia variable, que dio como resultado que la variación fuera de 3,8% y de 3,9% respectivamente.
Rendimiento	El indicador del ROA y el ROE para las medianas empresas, presentó incrementos y disminuciones durante el periodo objeto de estudio, pero a lo largo del periodo se notó una variación decreciente del -4,7% y de -7,4%, respectivamente. El ROA presentado por las grandes empresas se mantuvo constante, presentó una variación positiva del 3,4% y el ROE tuvo una tendencia creciente, alcanzando su pico más alto en el año 2018 con un 12,4% y una variación positiva del 7,9% (Ver Gráfico 60 y 61). De acuerdo con la desagregación del sistema Dupont, el ROA para las medianas y grandes empresas del sector se vio afectado por el

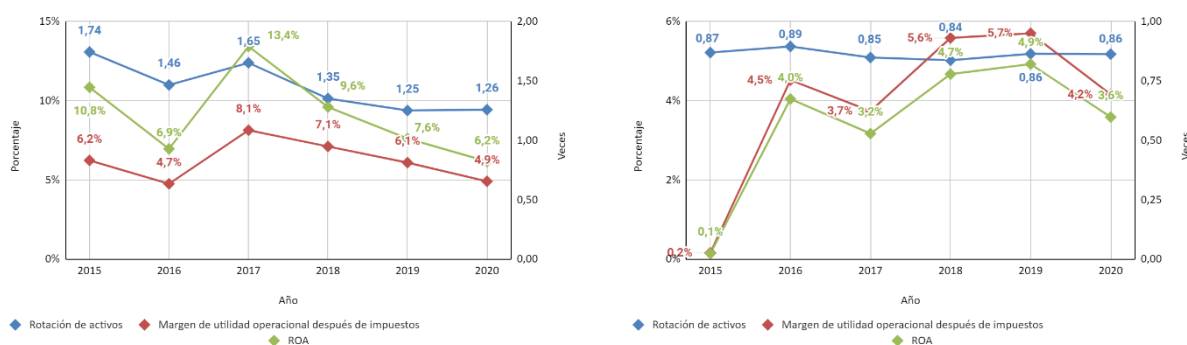
	margen de utilidad operacional puesto que la rotación de los activos se mantuvo relativamente estable y no tuvo mayor incidencia. Respecto al ROE, se puede constatar que para las medianas y grandes empresas se vio influenciado por el margen de utilidad neta y el apalancamiento financiero principalmente (Ver Gráfico 60 y 61).
EVA	Mientras que en el grupo de grandes empresas es posible observar una tendencia creciente (155,6%), para el grupo de las medianas se presentaron constantes fluctuaciones, llegando a niveles por debajo de cero que representan destrucción de valor para los accionistas o propietarios (Ver Gráfico 62). Para las empresas medianas, el mayor EVA fue alcanzado en el año 2017 (\$190 millones de pesos) luego de haber tenido su punto más bajo en el 2016 (-\$179 millones de pesos). Las empresas grandes llegaron al punto más alto de EVA en el 2019 (\$7.333 millones de pesos) y el más bajo en 2015 (-\$8.982 millones de pesos) (Ver Gráfico 62).
Comparaciones K_o , (UODI/ANO) Y (EVA/ANO)	El costo de capital (K_o) promedio de las empresas medianas (9,9%) estuvo por encima del mismo índice en el grupo de las grandes (6,7%) y en ambos coincidió una variación negativa porcentualmente poco significativa (-6,8% para medianas y -2,9% para grandes).

Al igual que con el Ko, el rendimiento del ANO con respecto a la UODI contó con un promedio superior en las empresas medianas (10,7%) sobre las empresas grandes (7,5%), y en cuanto a tendencia de comportamiento fue de decrecimiento para las primeras y aumento para las segundas.

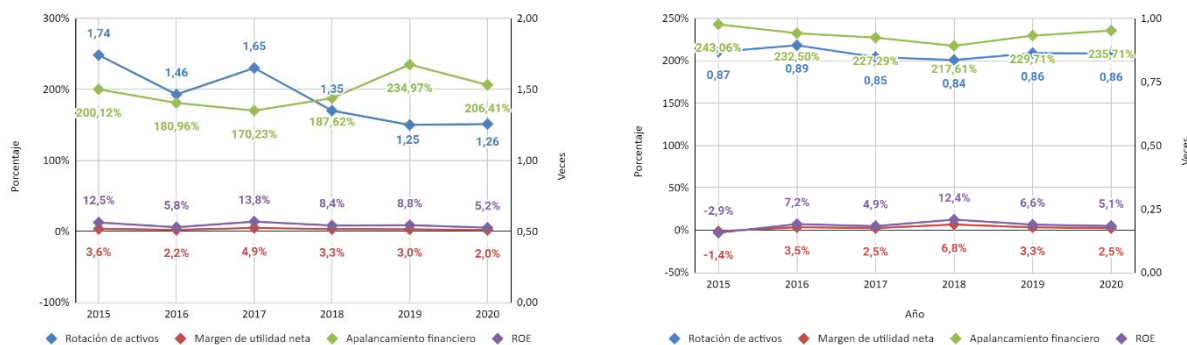
La creación de valor en las empresas grandes ocurrió en cinco de los seis años estudiados, ya que el rendimiento del ANO alcanzó a cubrir los Ko generados. Para el grupo de empresas medianas ocurrió en que para los años 2016 y 2019, la aportación del ANO en el EVA se ubicó por debajo de cero, dando cuenta de la destrucción de valor generada para los accionistas de las empresas de dicho grupo.

Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

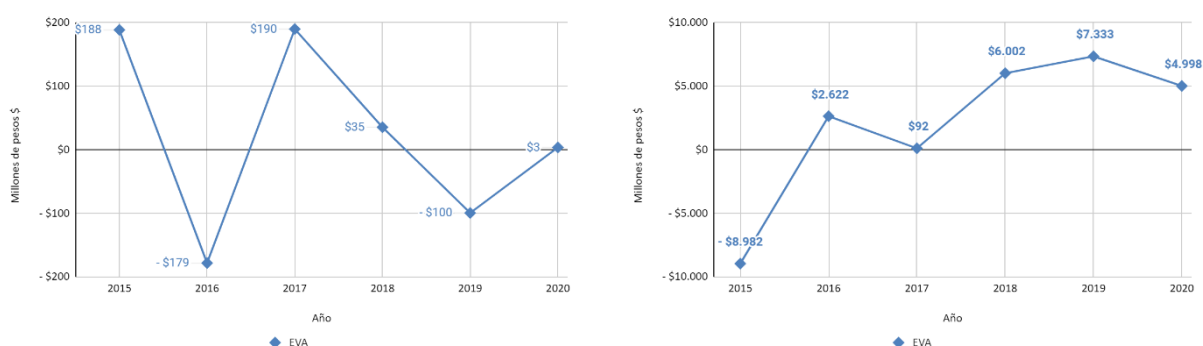
Gráfico 60. Sistema Dupont medianas empresas vs grandes empresas



Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

Gráfico 61. Sistema Dupont ampliado medianas empresas vs grandes empresas

Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

Gráfico 62. EVA medianas empresas vs grandes empresas

Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

9 ESTUDIO REVISTA DINERO

La Revista Dinero año a año realiza un reporte en el que expone los indicadores contables de las 5.000 empresas más grandes en cuanto a ventas en Colombia, para la construcción de éste, se tiene en cuenta el nivel de ingresos que dichas empresas han presentado. En la Tabla 15, se puede apreciar el resumen de los indicadores contables para el sector “Chocolate y Confitería”.

Tabla 15. Indicadores contables promedio de las empresas más grandes de Colombia – Sector chocolate y confitería (Revista Dinero)

Indicador	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Promedio
a. Crecimiento (Millones \$)							
Ventas (\$)	\$1.325.327	\$1.295.703	\$1.276.215	\$1.441.510	\$1.333.321	\$1.495.021	\$1.361.183
Activos (\$)	\$2.639.877	\$1.752.809	\$1.865.862	\$1.979.481	\$1.876.580	\$2.638.749	\$2.125.560
Patrimonio (\$)	\$1.821.542	\$963.295	\$1.092.024	\$1.135.670	\$991.996	\$1.705.057	\$1.284.931
Utilidad neta (\$)	\$101.050	\$53.740	\$57.913	\$83.504	\$68.726	\$124.494	\$81.571
b. Eficiencia (veces)							
Rotación de activos (veces)	0,50	0,74	0,68	0,73	0,71	0,57	0,66
c. Eficacia (%)							
Utilidad neta / Ventas (%)	7,62%	4,15%	4,54%	5,79%	5,15%	8,33%	5,93%
d. Apalancamiento financiero (%)							
Activo/Patrimonio (%)	144,93%	181,96%	170,86%	174,30%	189,17%	154,76%	169,33%
e. Efectividad (%)							
ROE	5,55%	5,58%	5,30%	7,35%	6,93%	7,30%	6,34%
ROE -Dupont ampliado (%)	5,55%	5,58%	5,30%	7,35%	6,93%	7,30%	6,34%
f. Número de empresas							
Nº de empresas	10	11	10	9	11	11	10
Fuente: Elaboración propia con información de la Revista Dinero (2016, 2017, 2018, 2019, 2020 y 2021)							

Las ventas de las grandes empresas, de acuerdo con la Revista Dinero, entre el 2015 y 2020 presentaron un promedio de \$1.361.183 millones de pesos, del 2015 al 2017, se puede apreciar una disminución con una variación del -3,7%, llegando a ser de \$1.276.215 millones de pesos para el 2017, las cuales para el año 2018 se vieron incrementadas en un 12,9%, con respecto al año

anterior ubicándolas en \$1.441.510 millones de pesos, sin embargo para el año 2019 nuevamente se presentó una disminución del 7,5% en comparación con el 2018 y finalmente para el año 2020 se recupera en un 12,13% con respecto al 2019 ubicándose finalmente en \$1.495.021 millones de pesos.

En cuanto a los activos, se puede apreciar que su comportamiento fue variable en el periodo objeto de estudio, se puede notar que entre los años 2015 y 2016 disminuyeron en un 33,6% pasando de ser de \$2.639.877 MM en 2015 a \$1.752.809 MM en 2016, entre los años 2016 a 2018 los activos se incrementaron constantemente en un 12,9%; para el año 2019 nuevamente se presentó una disminución del activo del 5,2%, situándolos en \$1.876.580 MM, al final del periodo, es decir el año 2020 se volvió a presentar un incremento de 40,6% dando como resultado que los activos fueran de \$2.638.749 MM.

La utilidad neta al igual que los activos, presentan una disminución entre el año 2015 y 2016 del 46,8% siendo en pesos de \$53.740 MM, durante el periodo 2017 - 2018 se presenta un crecimiento de la utilidad, la cual para el 2018 representa un incremento del 55,4% respecto al año 2016, para el año 2019 se da un decrecimiento en la utilidad neta, correspondiente al 17,7%, ubicándola en \$68.726 MM, la cual pasó a ser de \$124.494 MM para el año 2020, con una disminución del 81,2% con respecto al 2019.

La rotación de los activos fue en promedio de 0,66 veces para el periodo 2015 – 2020, con lo cual se puede inferir que por cada peso invertido en activos por parte de las grandes empresas dedicadas al sector, las empresas generaron \$66 centavos en ventas.

El margen de utilidad neta presentó un comportamiento variable a lo largo de los seis años de estudio, se puede evidenciar que presentó un decrecimiento, el cual llevo que para el año 2017, con relación al 2015 este disminuyó un 40,5%.

El apalancamiento financiero promedio que se dio durante este sexenio fue de 169,3%, en los años 2015 y 2020 este apalancamiento fue relativamente bajo, siendo del 144,9% y 154,8% respectivamente. El año 2019 fue en el que se necesitó mayor porcentaje de apalancamiento, ubicándose en 189,2%.

Finalmente, se puede apreciar que el ROE tuvo una tendencia creciente a lo largo de los seis años, cuyo promedio fue del 6,3%, tasa que es apalancada por los años 2018, 2019 y 2020 puesto que en ellos se supera la media.

En la Tabla 16, se puede evidenciar la comparación entre los resultados obtenidos para las grandes empresas dentro de la investigación con relación a los datos obtenidos de la Revista Dinero para el periodo 2015 a 2020.

Tabla 16. Comparación indicadores financieros Revista Dinero vs grandes empresas sector elaboración del cacao, chocolate y productos de confitería 2015 - 2020

INDICADOR FINANCIERO	COMPARACIÓN DEL DESEMPEÑO
Crecimiento	El estudio de las Revista Dinero muestra como las ventas disminuyeron entre los años 2015 a 2017, para el año 2018 se notó un incremento, el cual a su vez se ve disminuido en menor proporción para el año 2019, finalmente se produjo un incremento para el año 2020. El promedio de ventas fue de \$1.361.183 millones de pesos. En relación con los resultados de esta investigación, se pudo notar que, las ventas tendieron a incrementarse durante el año 2015 a 2016, que decrecieron durante el año 2017, pero que nuevamente se incrementaron en los años 2018 y 2019, para

	finalmente disminuir en el año 2020. Siendo el promedio de ventas de \$461.869 millones de pesos, una tercera parte de la presentada por el estudio de la Revista Dinero. Con respecto a la utilidad, se puede observar que para el Estudio realizado por la Revista Dinero la utilidad decrece entre los años 2015 y 2016, incrementando para los años 2017 y 2018, disminuyendo nuevamente para el 2019 pero aumentando considerablemente para el año 2020, obteniendo una utilidad promedio de \$81.571 millones de pesos, mientras que en la presente investigación se puede observar todo lo contrario, entre el 2015 y 2016, la tasa presenta un crecimiento, el cual se ve disminuido para el año 2017, pero que alcanza un incremento considerable para el año 2018, el cual decrece durante los años 2019 y 2020, dando como resultado una utilidad promedio de \$13.502 millones de pesos.
Eficiencia	La rotación de los activos promedio para el estudio realizado por la Revista Dinero fue de 0,66 veces, mientras que la rotación en las grandes empresas que se estudian en esta investigación en promedio fue de 0,86 veces, lo cual indica que es similar al presentado por la Revista Dinero.
Eficacia	El margen de utilidad neta para el estudio realizado por la Revista Dinero muestra como entre los años 2015 – 2016 hubo una disminución, la cual fue creciendo hasta el año 2018, en donde

	comenzó un decrecimiento para el año 2019, pero que incrementó nuevamente para el año 2020, dando como resultado un margen de utilidad promedio del 5,9%. Para la presente investigación se muestra que entre el año 2015 a 2016 el margen de utilidad presentó un incremento, el cual disminuyó en el año 2017, pero obtuvo nuevamente un incremento para el 2018, el cual decreció entre los años 2019 y 2020, llevando a que el promedio del margen de utilidad neta sea de 2,9%
Apalancamiento Financiero	El apalancamiento financiero promedio representado en esta investigación para el grupo de grandes empresas fue de 231%, el cual comparado con la Revista Dinero es mayor, pues este último es del 169,3%, sin embargo, presentando ambos una tendencia al crecimiento.
Efectividad	El promedio del rendimiento generado por esta investigación fue del 5,5%, mientras que en la investigación de la Revista Dinero fue del 6,3%. Lo cual da a conocer el nivel porcentual en retribución que perciben los propietarios por su inversión, que demostró ser superior en el estudio realizado por la Revista Dinero.

Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021), Superintendencia de Sociedades (2021) y Revista Dinero (2016, 2017, 2018b, 2019, 2020 y 2021)

10 CONCLUSIONES

El sector de elaboración de cacao, chocolate y productos de confitería es uno de los sectores estratégicos para la economía colombiana con un gran potencial a nivel internacional, puesto que, el cacao que se produce en el país es considerado fino y de aroma, características que solo posee el 5% del cacao a nivel mundial. Gracias a las características especiales con las que cuenta el cacao colombiano y con la promulgación de la ley que permitió el ingreso de Colombia a la Organización Internacional del Cacao – ICCO el pasado 08 de diciembre de 2021, Colombia entró a participar como uno de los 10 productores más importantes de cacao, no solo por los niveles sino también por la calidad de producción que presenta, cabe resaltar que esta organización está compuesta no solo por productores sino también por importadores que le permitirán la expansión en el mercado a nivel internacional. Es por ello, que es de gran relevancia conocer cómo se encuentra este sector porque puede brindar grandes aportaciones económicas a futuro a los diferentes grupos de interés, ya que, se encuentra en auge y busca priorizarse como una alternativa a los cultivos ilícitos.

En el desarrollo de esta investigación se llevó a cabo una evaluación del desempeño financiero para las empresas del sector elaboración de cacao, chocolate y productos de confitería en el periodo 2015 a 2020, considerando referentes teóricos y conceptuales sobre análisis financiero y creación de valor. A través de indicadores financieros tradicionales y del valor económico agregado (EVA) y teniendo en cuenta los estados financieros de la base de datos EMIS y la Superintendencia de Sociedades, se logró evidenciar mediante el cálculo y análisis de los resultados como se encontraban financieramente las empresas del sector en términos de crecimiento, eficiencia, eficacia, efectividad y rentabilidad, asimismo se analizó si estaban creando o destruyendo valor y se determinó los factores que influyeron en su desempeño. El análisis se

realizó de forma general (total empresas del sector) y para cada grupo de empresas (grandes, medianas y pequeñas) haciendo comparaciones entre los diferentes grupos y de un año a otro.

Teniendo en cuenta los indicadores financieros tradicionales se evidenció que en el sector, las ventas tuvieron altibajos, presentando una tendencia decreciente si se compara el año de inicio con el final del periodo, no obstante, en el año 2017 las ventas alcanzaron su punto más alto; la utilidad neta empezó el periodo con una pérdida que en los siguientes años logró recuperar, presentando un comportamiento creciente hasta el año 2018 y decreciente hasta el año 2020 pero sin llegar a ser negativo; en cuanto a los activos netos su comportamiento fue similar al de las ventas, siendo nuevamente el año 2017 donde se presenta su punto más alto.

Respecto a los indicadores de efectividad del sector, se pudo observar que en promedio el ROA fue de 3,5% influenciado principalmente por el margen de utilidad operacional, ya que la rotación de activos se mantuvo estable; mientras que el ROE fue en promedio de 5,6%, determinado por el margen de utilidad neta y el apalancamiento financiero, lo que indica que, la inversión realizada en el patrimonio por los accionistas o propietarios generó mayor rendimiento que el producido por los recursos invertidos en adquisición de activos; además, cabe resaltar que el ROE (7,8%) tuvo un incremento mayor que el del ROA (3,4%) en el periodo estudiado.

El Valor Económico Agregado (EVA) para las empresas del sector de elaboración de cacao, chocolate y productos de confitería mostró dos comportamientos durante el sexenio, durante el año 2015 se dio una destrucción del valor como consecuencia de altos costos de capital que no se lograron cubrir por el bajo rendimiento del ANO. Para los años siguientes (2016-2020) se empieza a crear valor, el año en el que la creación de valor se dio en menor proporción fue en el año 2017, mientras que en el año donde se generó mayor creación de valor fue en el año 2019.

Para las pequeñas empresas se pudo observar que durante los cinco periodos evaluados en el sexenio, las ventas presentaron un comportamiento creciente, siendo el año 2019 el más representativo; la utilidad neta inició con un valor negativo recuperándose en el transcurso del periodo y presentando un comportamiento con altibajos, siendo el año 2018 donde generó mayor utilidad neta; en relación con los activos, su comportamiento es similar a las ventas, con un crecimiento continuo.

En los indicadores de efectividad, se encontró que el ROA fue en promedio de 6,6%, valor determinado por el margen de utilidad operacional; de igual modo, el ROE fue en promedio de 6,8% influenciado por el margen de utilidad neta y el apalancamiento financiero, significando que, los rendimientos generados en el patrimonio por los accionistas o propietarios fue similar al representado por la adquisición de activos.

En las pequeñas empresas se encontró que el EVA fue negativo para el año 2015, es decir, presentó una destrucción de valor por \$63 millones de pesos. Entre los años 2016 a 2020 se dio creación de valor, siendo el año 2016 donde hubo menor creación de valor (\$8 millones de pesos), mientras que el año donde se presenta la creación de valor más alta fue 2020 con \$36 millones de pesos. La destrucción de valor se dio en consecuencia de que el costo de capital fue mayor a los rendimientos del ANO.

Para las medianas empresas se pudo observar que durante el periodo estudiado, las ventas presentaron diversas fluctuaciones, siendo el año 2016 donde se dieron las ventas más bajas y el año 2019 las ventas más altas; la utilidad neta no tuvo pérdidas en ninguno de los años del sexenio, su comportamiento fue casi constante y para el año 2017 presentó la utilidad más alta; finalmente, los activos mostraron un comportamiento creciente, siendo los años 2019 y 2020, donde se dio el valor más alto de activos.

En los indicadores de efectividad se encontró que el ROA y el ROE fueron en promedio del 9,1% aproximadamente, el resultado del ROA se vio influenciado por el margen de utilidad operacional después de impuesto y el ROE por el comportamiento del margen de utilidad neta y el apalancamiento financiero; lo cual quiere decir que la inversión realizada por los propietarios generó igual rendimiento que el proporcionado por los recursos invertidos en la adquisición de activos.

El EVA en las medianas empresas mostró altibajos a lo largo del periodo 2015 – 2020, por ejemplo para los años 2016 y 2019 presentó destrucción del valor, mientras que para los otros años creó valor, en los cuales se evidenció que, para los años 2015 y 2017 la creación de valor se dio en mayor porcentaje en comparación con la creación de valor encontrada para los años 2018 y 2020. Para los años en donde se destruyó valor se encontró que el rendimiento del ANO no alcanzó a cubrir los costos de capital incurridos en esos años.

En las grandes empresas del sector las ventas en el periodo 2015 a 2020 tuvieron altibajos, sin embargo, su comportamiento de manera general entre el inicio y final del sexenio mostró una tendencia creciente, siendo el año 2019 donde se presentaron las ventas más altas; en cuanto a la utilidad neta, inició el periodo con pérdidas, pero en los años siguientes se logró recuperar y mantener utilidades hasta el final del periodo, el año en el que se generó mayor utilidad neta fue el 2018, a pesar de que las ventas en ese año no fueron las más altas; finalmente, los activos presentaron un comportamiento de crecimiento constante entre los años 2015 a 2019, aunque disminuyeron para el año 2018 con relación al año anterior, año (2019) que obtuvo el valor más alto en activos totales.

Respecto a los indicadores de rentabilidad se encontró que el ROA fue en promedio del 3,5%, valor determinado por el margen de utilidad operacional, mientras que el ROE fue del 5,6%,

influenciado por el margen de utilidad neta y el apalancamiento financiero. Con los resultados obtenidos por estos indicadores se puede inferir que la inversión realizada en el patrimonio generó mayor rendimiento que el producido por los recursos invertidos en la adquisición de activos.

Por lo que refiere al EVA, se encontró que las grandes empresas del sector destruyeron valor en el año 2015 por -\$8.982 millones de pesos en consecuencia de que el costo de capital fue mayor que el rendimiento del ANO. Para los años siguientes (2016 – 2020) hubo creación de valor, siendo el año 2017 donde las empresas alcanzaron su punto más bajo.

De acuerdo con los resultados de los indicadores de eficiencia se puede notar que la población de las pequeñas empresas fue más eficiente para gestionar sus recursos, ya que en los resultados presentó el promedio más alto de rotación de cartera, rotando 12,41 veces o cada 29 días, los activos fijos 9,40 veces y los activos totales 2,09 veces en el año, con relación a las demás poblaciones en el periodo evaluado. Respecto a la rotación de inventarios se evidenció que las medianas empresas gestionaron mejor su inventario con una rotación de 6,69 veces, es decir cada 54 días.

Por lo que se refiere a la eficacia en las empresas del sector, la población de las medianas empresas fue la que obtuvo un mayor promedio en los resultados de margen de utilidad operacional (6,2%), margen de utilidad después de impuestos (4,5%) y margen de utilidad neta (3,2%), en comparación con las otras poblaciones durante el sexenio. Por su parte las pequeñas empresas presentaron un promedio más alto en el margen de utilidad bruta, siendo este de 30,5%.

En cuanto a la efectividad presentada en las empresas del sector, se pudo evidenciar que el nivel de promedio más alto de la retribución de recursos invertidos en activos (ROA) se presentó en las medianas empresas, al igual que el rendimiento del patrimonio (ROE) con un índice para

ambos casos de 9,1%, mientras que el promedio más bajo lo obtuvo la población de las grandes empresas con un ROA de 3,5 % y ROE de 5,6%.

Por último, evaluando el comportamiento del Valor Económico Agregado (EVA) de las empresas del sector de elaboración de cacao, chocolate y productos de confitería, se concluyó que las medianas empresas en promedio destruyeron mayor valor sobre la inversión de los accionistas, específicamente en los años 2016 y 2019, en donde no se alcanzó a cubrir los costos de capital por parte del UODI/ANO. En cuanto a la empresas que generaron mayor EVA, fueron la población de las grandes empresas del sector, a pesar de que para el año 2015 se presentó una destrucción de valor debido a que no se alcanzaron a cubrir los costos por los rendimientos generados por la utilidad operacional después de impuestos sobre los activos netos operacionales, para los años 2016 a 2020 se pudo observar que el EVA que genera cada peso invertido en el activo neto operacional, es determinado principalmente, por la eficiencia en la utilización de los recursos. En términos generales las empresas del sector destruyeron valor en al menos un año del periodo evaluado (2015 – 2020).

Este trabajo ha permitido explorar en detalle cada uno de los grupos pertenecientes al sector de elaboración de cacao, chocolate y productos de confitería, con el que se espera a través de los resultados obtenidos, se brinde un aporte tanto para sus miembros como para las personas que busquen realizar una inversión, estén interesados en estudiar o conocer sobre dicho sector.

11 LIMITACIONES Y RECOMENDACIONES

En el desarrollo del presente trabajo de investigación, surgieron las siguientes limitaciones:

- En los estados financieros no se encuentra discriminada la información de las ventas, entre de contado y a crédito, por lo que para el cálculo del indicador de rotación de cartera, se tuvo en cuenta el valor de las ventas de todo el periodo.
- En la base de datos recuperada no se indicaba que pasivos generaban intereses, por lo que se partió del supuesto que estos fuesen: los créditos y préstamos corrientes, los créditos y préstamos no corrientes y las deudas por emisión de bonos.
- Al llegar al análisis y comparación de datos entre la Revista dinero y la presente investigación, se encuentra que varias empresas que se tuvieron en cuenta en el ranking de las 5 mil empresas y que a su vez, se encuentran dentro de la clasificación de “Chocolate y Confitería” no fueron consideradas en la base de datos EMIS porque proporcionaban un CIIU diferente al estudiado.

En el desarrollo del presente trabajo investigativo surgieron algunas experiencias de las que se recomienda:

- Si las investigaciones son similares, organizar la información a descargar, de tal forma que permita una fácil comprensión, manejabilidad y que permita verificar fácilmente la ecuación contable.
- Tener en cuenta bases de datos alternativas en el caso que la información que se encuentre cargada en la base de datos principal este incompleta o presente incongruencias.

- Establecer de qué forma se va a llevar a cabo la investigación, validar las teorías y fórmulas que se van a tener en cuenta, teniendo en cuenta la cantidad de información recuperada.
- Verificar que la información recuperada, no cuente con alteraciones con el paso del tiempo, y si cuentan, actualizar la información a lo más reciente.
- Estudiar y aplicar de forma correcta las normas que se han desarrollado para la presentación de trabajos escritos (APA, ICONTEC).

12 BIBLIOGRAFÍA

- Álvarez, I. (2016). *Finanzas estratégicas y creación de valor* (5ta ed.). Ecoe Ediciones.
<https://www-digitaliapublishing-com.bd.univalle.edu.co/a/47092/finanzas-estrategicas-y-creacion-de-valor--5a-ed.-#>
- Ander, E. (2011). *Aprender a Investigar: Nociones básicas para la investigación social* (1ra ed.). Editorial Brujas.
- Banco de la República. (2022a). *Producto Interno Bruto (PIB). [Anual total - A precios corrientes]*. <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/producto-interno-bruto-pib>
- Banco de la República. (2022b). *Producto interno bruto (PIB)*.
<https://www.banrep.gov.co/es/glosario/producto-interno-bruto-pib>
- Banco de la República. (2022c). *Tasas de interés de política monetaria*.
<https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/tasas-interes-politica-monetaria>
- Becerra, J., & Giraldo, C. A. (2012). *Conceptualización del EVA e identificación de las variables características que lo componen* [Tesis de Pregrado, Universidad del Rosario].
<https://repository.urosario.edu.co/handle/10336/2858>
- Cordoba, M. (2014). *Análisis financiero* (1ra ed.). Ecoe Ediciones. <https://elibro-net.bd.univalle.edu.co/es/ereader/univalle/114315>
- Cuero, M. M. (2018). *Análisis financiero con indicadores contables y de gestión del valor, de las empresas mas representativas y sus subsectores del clúster de macro snacks en el departamento Valle del Cauca en el periodo 2013-2017* [Tesis de Pregrado, Universidad del Valle]. <https://bibliotecadigital.univalle.edu.co/handle/10893/17004>
- DANE. (2020a). *Boletín Técnico Encuesta Mensual Manufacturera con Enfoque Territorial*

EMMET.

https://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/emmet/bol_emmet_diciembre_2019.pdf

DANE. (2020b). *Clasificación Industrial Uniforme de todas las actividades económicas. Revisión 4 adaptada para Colombia CIIU Rev. 4 A.C.* https://camaraarmenia.org.co/wp-content/uploads/2021/01/CIIU_Rev_4_AC2020-DANE.pdf

Decreto 2270 de 2019, (2019, 13 de diciembre). Ministerio de Comercio, Industria y Turismo. Diario Oficial No. 51.166. <https://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=30038628>

Dinero. (2016). Ranking 5 mil empresas. *Revista Dinero*, 495, 164.

Dinero. (2017). Ranking 5 mil empresas. *Revista Dinero*, 500, 122.

Dinero. (2018a). ¿Cuáles cultivos tienen mayor potencial en Colombia? *Revista Dinero*, 549, 28–29. <https://www.semana.com/edicion-impres/pais/articulo/que-cultivos-son-rentables-en-colombia-en-2018/261447/>

Dinero. (2018b). Ranking 5 mil empresas. *Revista Dinero*, 522, 130.

Dinero. (2019). Ranking 5 mil empresas. *Revista Dinero*, 544, 126.

Dinero. (2020). Ranking 5 mil empresas. *Revista Dinero*, 568, 100.

Dinero. (2021). Ranking 5 mil empresas. *Revista Dinero*, 598, 75.

EMIS. (2021). *EMIS, An ISI Emerging Markets Group Company*. <https://www.emis.com/es>

Fedecacao. (2021). *Colombia ingresa a la Organización Internacional del Cacao*. <https://www.fedecacao.com.co/post/colombia-ingresa-a-la-organización-internacional-del-cacao>

Fedecacao. (2022). *Datos abiertos. Recuperado el 10 de enero de 2022.*

<https://fedecacao.co/portal/index.php/es/2015-02-12-17-20-59/nacionales/23-institucionales/1320-datos-abiertos>

Finagro. (2018). Inteligencia de mercado: Cacao. *Finagro*.

https://www.finagro.com.co/sites/default/files/node/basic-page/files/ficha_cacao_version_ii.pdf

Girón, J. (2012). Xocolatl: antes alimento de los dioses, y ahora. *Revista de Divulgación Científica y Tecnológica de La Universidad Veracruzana*, 1.

Hernandez, R., Fernandez, C., & Baptista, M. del P. (2010). Definición del alcance de la investigación a realizar: exploratoria, descriptiva, correlacional o explicativa. In *Metodología de la investigación* (5ta ed., pp. 76–89). Editorial McGraw-Hill Interamericana. S. A.

ICONTEC, I. T. (2021). *Norma Técnica Colombiana NTC 1252*. <https://tienda.icontec.org/gp-cacao-en-grano-especificaciones-y-requisitos-de-calidad-ntc1252-2021.html>

Ley 905 de 2004, (2004, 2 de agosto) Senado. Diario Oficial 45.628. http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/ley_0905_2004.html

Mejía Córdoba, C. A., Castro Riascos, M., Carvajal Higueta, L. C., Castrillón Sánchez, H. E., & Puerta Gallo, N. (2017). *Agroindustria del cacao*. <https://repositorio.sena.edu.co/handle/11404/5241>

Méndez, C. E. (1990). *Metodología: guía para elaborar diseños de investigación en ciencias económicas, contables, administrativas* (2da ed.). Editorial McGraw-Hill Interamericana. S. A.

Muñoz, M. A. (2019). *Comportamiento del mercado del cacao en Colombia, Ecuador y Perú del año 2007 al 2018 y sus futuros* [Tesis de Postgrado, Fundación Universidad de América]. <http://hdl.handle.net/20.500.11839/7225>

- Nava, M. A. (2010). Análisis financiero: una herramienta clave para una gestión financiera eficiente. *Revista Venezolana de Gerencia*, 14(48), 606–628.
<https://doi.org/10.31876/revista.v14i48.10553>
- Observatorio del cacao. (n.d.). Origen y Cultivo Del Cacao Natural. Recuperado El 15 de Enero de 2022. <http://www.observatoriodelcacao.com/origen/>
- Rivera, J. A. (2004). *Introducción a la administración financiera: fundamentos y aplicaciones para crear valor* (1ra ed.). Programa Editorial Universidad del Valle.
- Rivera, J. A. (2011). *Gestión basada en el valor* (1ra ed.). Programa Editorial Universidad del Valle.
- Rivera, J. A. (2022). *Costo de capital propio del sector elaboración de cacao, chocolate y productos de confitería [Base de datos no publicada]*.
- Rivera, J. A., & Ruiz, D. A. (2011). Análisis del desempeño financiero de empresas innovadoras del Sector Alimentos y Bebidas en Colombia. (Spanish). *Revista Científica Pensamiento & Gestión*, 31, 109–136.
<https://rcientificas.uninorte.edu.co/index.php/pensamiento/article/view/3661>
- Rojo, A. A. (2007). *Valoración de empresas y gestión basada en valor* (1ra ed.). Editorial Paraninfo.
- Superintendencia de Sociedades. (2021). *Sistema integrado de información societaria*.
<https://siis.ia.supersociedades.gov.co/#/>
- Superintendencia Financiera. (2021). *Tasa de interés y desembolsos por modalidad de crédito*.
<https://www.superfinanciera.gov.co/inicio/informes-y-cifras/cifras/establecimientos-de-credito/informacion-periodica/mensual/tasa-de-interes-y-desembolsos-por-modalidad-de-credito-60955>

Vásquez-Barajas, E. F., García-Torres, N. E., Bastos-Osorio, L. M., & Lázaro-Pacheco, J. M. (2018). Análisis económico del sector cacaotero en Norte de Santander, Colombia y a nivel internacional. *Revista de Investigación, Desarrollo e Innovación*, 8(2), 237–250. <https://doi.org/10.19053/20278306.v8.n2.2018.7963>

13 ANEXOS

Anexo 1. Población total objeto de estudio

#	NIT	RAZON SOCIAL	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	890301884	Colombina S.A.	G	G	G	G	G	G
2	900087414	Riopaila Castilla S.A.	G	G	G	G	G	G
3	811036030	Compañía Nacional de Chocolates S.A.S.	G	G	G	G	G	G
4	890800718	Sucesores De José Jesús Restrepo & Cía. S.A.	G	G	G	G	G	G
5	890300686	Mondelez Colombia S.A.S	G	G	G	G	G	G
6	890805267	Super De Alimentos S.A.S.	G	G	G	G	G	G
7	800096040	Comestibles Aldor S.A.S.	G	G	G	G	G	G
8	860049042	Comestibles Ítalo S A	G	G	G	G	G	G
9	860524750	Dulces La Americana S.A.S.	G	G	G	G	G	G
10	900079775	Golosinas Trululu S.A.	G	G	G	G	G	G
11	832010305	Industrias Alimenticias Valenpa S.A.S.	M	M	M	M	M	M
12	890211194	Girones S.A.	M	M	M	M	M	M
13	860001098	Fábrica De Chocolates Triunfo S.A.	M	M	M	M	M	M
14	900429459	Sweetsol Sucursal Colombia	M	M	M	M	M	M
15	891100158	Industrial Cacaotera del Huila S.A. (Colombia)	M	M	M	M	M	M
16	830094426	F&m Chocolates S.A.S.	M	M	M	M	M	M
17	860351668	J Marbes Carrillo Limitada (Colombia)	P	P	X	X	X	X
18	813011257	Rivera y CIA S.A.S. (Colombia)	P	P	X	X	X	X
19	830078587	Comestibles Azúcar Sas	P	X	X	X	X	X
20	860024099	Dulces Emilita Ltda.	P	X	X	X	X	X
21	900807669	Vidal Colombia S A S	X	P	X	X	X	X
22	900316643	Cacao De Colombia S.A.S.	X	M	X	X	X	X
23	890209498	Grupo Alimenticio Alba del Fonce S.A.S. (Colombia)	X	X	X	M	M	G
24	900557816	Grupo Samsara S.A.S. (Colombia)	X	X	X	P	P	P
25	900086521	Mountain Food S.A.S. (Colombia)	X	X	X	M	M	M
26	900811158	Lucky Luck Company S.A.S. (Colombia)	X	X	X	P	P	P
27	830133654	Elite Nissim Y Cía. S En C (Colombia)	X	X	X	M	M	M
28	900057449	Inversiones Rodriguez Arciniegas Y Compañía S. En C. S. (Colombia)	X	X	X	M	M	M
29	860056291	Fábrica De Dulces Y Bocadoillos El Rousal & Cía. S. En C.S. (Colombia)	X	X	X	P	P	P
30	900970297	Americandy S.A.S.	X	X	X	X	M	M
31	805027332	Productora de Confites y Chiclet S Mac Dulces Sas (Colombia)	X	X	X	X	X	M
32	800195190	Confiteca Colombia S.A - En Reorganización (Colombia)	G	G	G	G	G	G
TOTAL GRANDES			11	11	11	11	11	12
TOTAL MEDIANAS			6	7	6	10	11	11
TOTAL PEQUEÑAS			4	3	0	3	3	3
TOTAL SECTOR			21	21	17	24	25	26

Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

Anexo 2. Estados financieros promedio 2015 – 2020

BALANCE GENERAL PROMEDIO						
Cifras expresadas en millones de pesos						
	AÑO 2015	AÑO 2016	AÑO 2017	AÑO 2018	AÑO 2019	AÑO 2020
Activos Totales	\$ 259.541	\$ 275.400	\$ 345.797	\$ 254.557	\$ 261.657	\$ 257.440
Activos no corrientes	\$ 181.819	\$ 198.321	\$ 256.900	\$ 187.720	\$ 188.061	\$ 186.260
Propiedad, planta y equipo	\$ 80.586	\$ 89.742	\$ 114.449	\$ 83.334	\$ 84.476	\$ 80.714
Activos intangibles y valor llave	\$ 1.901	\$ 2.243	\$ 3.010	\$ 2.553	\$ 3.335	\$ 1.796
Activos biológicos no corrientes	\$ 1.733	\$ 1.821	\$ 2.000	\$ 1.471	\$ 1.468	\$ 1.013
Comerciales y otras cuentas a cobrar no corrientes	\$ 2.804	\$ 4.338	\$ 7.411	\$ 10.167	\$ 10.345	\$ 11.043
Cuentas por cobrar no corrientes	\$ 664	\$ 2.360	\$ 3.061	\$ 2.609	\$ 4.976	\$ 253
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	\$ 2.129	\$ 1.978	\$ 4.350	\$ 7.558	\$ 5.369	\$ 7.801
Otros créditos no corrientes	\$ 11	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Activos financieros a largo plazo	\$ 81.420	\$ 92.532	\$ 120.852	\$ 87.974	\$ 86.502	\$ 88.688
Activos diferidos	\$ 8.599	\$ 7.372	\$ 8.298	\$ 1.924	\$ 1.545	\$ 1.081
Otros activos no corrientes	\$ 4.775	\$ 272	\$ 880	\$ 299	\$ 390	\$ 1.924
Activos Corrientes	\$ 77.722	\$ 77.079	\$ 88.897	\$ 66.838	\$ 73.596	\$ 71.179
Inventarios	\$ 25.040	\$ 28.140	\$ 33.335	\$ 27.348	\$ 29.132	\$ 29.269
Activos biológicos corrientes	\$ 1.708	\$ 4.967	\$ 2.661	\$ 1.734	\$ 1.538	\$ 1.786
Comerciales y otras cuentas a cobrar	\$ 43.581	\$ 34.408	\$ 44.603	\$ 33.027	\$ 36.871	\$ 33.901
Cuentas comerciales por cobrar	\$ 30.227	\$ 29.036	\$ 36.252	\$ 25.458	\$ 26.314	\$ 22.247
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	\$ 8.136	\$ 6.392	\$ 3.910	\$ 2.728	\$ 3.595	\$ 3.821
Otros créditos corrientes	\$ 1.215	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Créditos dudosos	-\$ 262	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Créditos de impuestos	\$ 4.264	\$ 4.773	\$ 4.441	\$ 4.841	\$ 6.963	\$ 5.591
Pagos anticipados, ingresos devengados y otros activos circulantes diferidos	\$ 268	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Activos financieros de corto plazo	\$ 1.085	\$ 767	\$ 1.241	\$ 1.559	\$ 1.338	\$ 998
Efectivo o Equivalentes	\$ 4.528	\$ 4.290	\$ 4.508	\$ 2.147	\$ 4.334	\$ 4.717
Otros Activos Corrientes	\$ 383	\$ 450	\$ 645	\$ 645	\$ 369	\$ 506
Activos del grupo de disposición clasificados como mantenidos para la venta	\$ 1.130	\$ 4.057	\$ 1.903	\$ 378	\$ 14	\$ 3
Total de patrimonio y pasivos	\$ 259.541	\$ 275.400	\$ 345.797	\$ 254.557	\$ 261.657	\$ 257.440
Total de patrimonio	\$ 106.973	\$ 118.774	\$ 152.599	\$ 117.257	\$ 113.845	\$ 109.514
Patrimonio neto atribuible a los propietarios de la controladora	\$ 106.973	\$ 118.774	\$ 152.599	\$ 117.257	\$ 113.845	\$ 109.514
Capital Suscrito	\$ 5.270	\$ 3.120	\$ 3.780	\$ 3.017	\$ 3.075	\$ 3.053
Prima de emisión	\$ 16.489	\$ 16.270	\$ 19.863	\$ 14.070	\$ 13.507	\$ 12.989
Reserva de revalorización	\$ 6.220	\$ -	\$ 3.727	\$ -	\$ -	\$ -
Otras reservas	\$ 24.885	\$ 56.740	\$ 72.466	\$ 51.805	\$ 52.989	\$ 50.479
Resultados acumulados	\$ 36.852	\$ 18.458	\$ 26.185	\$ 25.659	\$ 22.465	\$ 22.757
Ganancia o Pérdida del Periodo	\$ 2.997	\$ 5.096	-\$ 431	\$ 1.744	\$ 546	-\$ 677
Otros componentes del patrimonio	\$ 14.262	\$ 19.090	\$ 27.008	\$ 20.961	\$ 21.263	\$ 20.913
Pasivos Totales	\$ 152.567	\$ 156.626	\$ 193.198	\$ 137.301	\$ 147.812	\$ 147.925
Pasivos no corrientes	\$ 72.548	\$ 73.733	\$ 97.445	\$ 60.743	\$ 80.193	\$ 83.601
Créditos y préstamos no corrientes	\$ 37.402	\$ 46.174	\$ 62.282	\$ 45.375	\$ 49.184	\$ 55.093
Otros pasivos financieros no corrientes	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 72
Deudas por Emisión de Bonos	\$ 8.571	\$ 6.190	\$ 7.647	\$ 15	\$ 12.000	\$ 11.538
Otras cuentas por pagar no corrientes	\$ 6.784	\$ 822	\$ 4.533	\$ 5.576	\$ 7.141	\$ 5.744
Ingresos diferidos, gastos devengados y otros pasivos no circulantes diferidos	\$ 14.830	\$ 16.230	\$ 17.897	\$ 7.082	\$ 6.757	\$ 4.609
Provisiones para otros pasivos y gastos	\$ 4.558	\$ 3.370	\$ 3.919	\$ 2.388	\$ 2.398	\$ 2.204
Otros pasivos no corrientes	\$ 403	\$ 947	\$ 1.166	\$ 306	\$ 2.712	\$ 4.340
Pasivos Corrientes	\$ 80.019	\$ 82.893	\$ 95.753	\$ 76.558	\$ 67.619	\$ 64.324
Créditos y préstamos corrientes	\$ 15.104	\$ 14.931	\$ 21.052	\$ 22.393	\$ 13.713	\$ 16.851
Comerciales y otras cuentas a pagar	\$ 57.148	\$ 59.516	\$ 64.163	\$ 47.630	\$ 47.135	\$ 40.116
Provisiones para otros pasivos y gastos	\$ 3.904	\$ 2.444	\$ 3.550	\$ 2.765	\$ 2.762	\$ 2.882
Otros pasivos corrientes	\$ 1.190	\$ 790	\$ 726	\$ 682	\$ 1.295	\$ 1.091
Pasivos corrientes por impuesto a la renta	\$ 2.674	\$ 2.189	\$ 4.349	\$ 3.088	\$ 2.714	\$ 3.384
Pasivos del grupo disposición clasificados como mantenidos para la venta	\$ -	\$ 3.024	\$ 1.913	\$ -	\$ -	\$ -

Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

BALANCE GENERAL PROMEDIO PEQUEÑAS EMPRESAS					
Cifras expresadas en millones de pesos					
	AÑO 2015	AÑO 2016	AÑO 2018	AÑO 2019	AÑO 2020
Activos Totales	\$ 869	\$ 1.279	\$ 1.950	\$ 2.290	\$ 2.325
Activos no corrientes	\$ 255	\$ 164	\$ 460	\$ 556	\$ 728
Propiedad, planta y equipo	\$ 205	\$ 153	\$ 451	\$ 549	\$ 721
Activos intangibles y valor llave	\$ 9	\$ -	\$ 3	\$ 2	\$ 2
Activos biológicos no corrientes	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Comerciales y otras cuentas a cobrar no corrientes	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Cuentas por cobrar no corrientes	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Otros créditos no corrientes	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Activos financieros a largo plazo	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Activos diferidos	\$ 12	\$ 11	\$ 5	\$ 5	\$ 6
Otros activos no corrientes	\$ 28	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Activos Corrientes	\$ 615	\$ 1.115	\$ 1.491	\$ 1.733	\$ 1.597
Inventarios	\$ 236	\$ 405	\$ 552	\$ 635	\$ 775
Activos biológicos corrientes	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Comerciales y otras cuentas a cobrar	\$ 343	\$ 413	\$ 569	\$ 777	\$ 535
Cuentas comerciales por cobrar	\$ 246	\$ 413	\$ 569	\$ 749	\$ 139
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Otros créditos corrientes	\$ 20	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Créditos dudosos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Créditos de impuestos	\$ 77	\$ -	\$ 0	\$ 28	\$ 28
Pagos anticipados, ingresos devengados y otros activos circulantes diferidos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Activos financieros de corto plazo	\$ 5	\$ -	\$ 60	\$ 120	\$ 131
Efectivo o Equivalentes	\$ 30	\$ 297	\$ 309	\$ 198	\$ 154
Otros Activos Corrientes	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3	\$ 3
Activos del grupo de disposición clasificados como mantenidos para la venta	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Total de patrimonio y pasivos	\$ 869	\$ 1.279	\$ 1.950	\$ 2.290	\$ 2.325
Total de patrimonio	\$ 421	\$ 401	\$ 845	\$ 884	\$ 945
Patrimonio neto atribuible a los propietarios de la controladora	\$ 421	\$ 401	\$ 845	\$ 884	\$ 945
Capital Suscrito	\$ 201	\$ 74	\$ 375	\$ 375	\$ 375
Prima de emisión	\$ -	\$ 179	\$ -	\$ -	\$ -
Reserva de revalorización	\$ 62	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Otras reservas	\$ 27	\$ 22	\$ 93	\$ 93	\$ 110
Resultados acumulados	\$ 117	\$ 56	\$ 377	\$ 416	\$ 460
Ganancia o Pérdida del Periodo	\$ 16	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Otros componentes del patrimonio	\$ 28	\$ 71	\$ -	\$ -	\$ -
Pasivos Totales	\$ 448	\$ 877	\$ 1.105	\$ 1.406	\$ 1.380
Pasivos no corrientes	\$ 94	\$ 32	\$ 478	\$ 531	\$ 650
Créditos y préstamos no corrientes	\$ -	\$ 32	\$ 192	\$ 343	\$ -
Otros pasivos financieros no corrientes	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 298
Deudas por Emisión de Bonos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Otras cuentas por pagar no corrientes	\$ 74	\$ -	\$ 285	\$ 187	\$ 352
Ingresos diferidos, gastos devengados y otros pasivos no circulantes diferidos	\$ -	\$ -	\$ 0	\$ 1	\$ -
Provisiones para otros pasivos y gastos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Otros pasivos no corrientes	\$ 21	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Pasivos Corrientes	\$ 354	\$ 845	\$ 628	\$ 875	\$ 730
Créditos y préstamos corrientes	\$ 29	\$ 40	\$ 0	\$ -	\$ -
Comerciales y otras cuentas a pagar	\$ 200	\$ 739	\$ 503	\$ 750	\$ 598
Cuentas Comerciales por pagar	\$ 121	\$ 739	\$ 503	\$ 750	\$ 135
Cuentas por pagar a partes relacionadas	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Otras cuentas por pagar corrientes	\$ 79	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Provisiones para otros pasivos y gastos	\$ 1	\$ 20	\$ 55	\$ 69	\$ 69
Otros pasivos corrientes	\$ 80	\$ 11	\$ 8	\$ 17	\$ 1
Pasivos corrientes por impuesto a la renta	\$ 44	\$ 35	\$ 61	\$ 39	\$ 62
Pasivos del grupo disposición clasificados como mantenidos para la venta	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -

Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

BALANCE GENERAL PROMEDIO MEDIANAS EMPRESAS						
Cifras expresadas en millones de pesos						
	AÑO 2015	AÑO 2016	AÑO 2017	AÑO 2018	AÑO 2019	AÑO 2020
Activos Totales	\$ 7.192	\$ 8.406	\$ 8.801	\$ 9.368	\$ 11.919	\$ 11.760
Activos no corrientes	\$ 3.267	\$ 4.514	\$ 4.561	\$ 4.805	\$ 6.757	\$ 6.481
Propiedad, planta y equipo	\$ 1.508	\$ 4.137	\$ 4.374	\$ 4.243	\$ 6.218	\$ 5.961
Activos intangibles y valor llave	\$ 97	\$ 74	\$ 88	\$ 358	\$ 345	\$ 338
Activos biológicos no corrientes	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Comerciales y otras cuentas a cobrar no corrientes	\$ -	\$ -	\$ 46	\$ 14	\$ -	\$ -
Cuentas por cobrar no corrientes	\$ -	\$ -	\$ 46	\$ 14	\$ -	\$ -
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Otros créditos no corrientes	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Activos financieros a largo plazo	\$ -	\$ 145	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 155
Activos diferidos	\$ 2	\$ 156	\$ 52	\$ 37	\$ 46	\$ 1
Otros activos no corrientes	\$ 1.659	\$ 2	\$ 1	\$ 153	\$ 148	\$ 27
Activos Corrientes	\$ 3.925	\$ 3.892	\$ 4.241	\$ 4.563	\$ 5.162	\$ 5.279
Inventarios	\$ 1.167	\$ 1.300	\$ 1.443	\$ 1.463	\$ 1.770	\$ 1.589
Activos biológicos corrientes	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Comerciales y otras cuentas a cobrar	\$ 2.438	\$ 2.209	\$ 2.418	\$ 2.562	\$ 2.697	\$ 2.841
Cuentas comerciales por cobrar	\$ 2.196	\$ 2.130	\$ 2.364	\$ 2.308	\$ 2.547	\$ 1.894
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Otros créditos corrientes	\$ 83	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Créditos dudosos	\$ 10	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Créditos de impuestos	\$ 169	\$ 79	\$ 54	\$ 254	\$ 149	\$ 124
Pagos anticipados, ingresos devengados y otros activos circulantes diferidos	\$ 2	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Activos financieros de corto plazo	\$ 101	\$ 36	\$ 37	\$ 88	\$ 225	\$ 212
Efectivo o Equivalentes	\$ 218	\$ 297	\$ 325	\$ 410	\$ 385	\$ 585
Otros Activos Corrientes	\$ -	\$ 50	\$ 18	\$ 39	\$ 86	\$ 50
Activos del grupo de disposición clasificados como mantenidos para la venta	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Total de patrimonio y pasivos	\$ 7.192	\$ 8.406	\$ 8.801	\$ 9.368	\$ 11.919	\$ 11.760
Total de patrimonio	\$ 3.594	\$ 4.645	\$ 5.170	\$ 4.993	\$ 5.073	\$ 5.697
Patrimonio neto atribuible a los propietarios de la controladora	\$ 3.594	\$ 4.645	\$ 5.170	\$ 4.993	\$ 5.073	\$ 5.697
Capital Suscrito	\$ 393	\$ 485	\$ 393	\$ 907	\$ 961	\$ 1.004
Prima de emisión	\$ 14	\$ 493	\$ 0	\$ 0	\$ -	\$ -
Reserva de revalorización	\$ 1.118	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Otras reservas	\$ 183	\$ 259	\$ 236	\$ 226	\$ 384	\$ 246
Resultados acumulados	\$ 103	\$ 3.331	\$ 4.213	\$ 2.934	\$ 2.835	\$ 3.762
Ganancia o Pérdida del Periodo	\$ 149	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Otros componentes del patrimonio	\$ 1.635	\$ 77	\$ 329	\$ 926	\$ 892	\$ 684
Pasivos Totales	\$ 3.598	\$ 3.761	\$ 3.631	\$ 4.375	\$ 6.847	\$ 6.062
Pasivos no corrientes	\$ 309	\$ 899	\$ 1.222	\$ 1.444	\$ 2.293	\$ 2.256
Créditos y préstamos no corrientes	\$ 136	\$ 469	\$ 733	\$ 768	\$ 940	\$ 869
Otros pasivos financieros no corrientes						\$ 90
Deudas por Emisión de Bonos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 36	\$ -	\$ -
Otras cuentas por pagar no corrientes	\$ 174	\$ 58	\$ 58	\$ 137	\$ 584	\$ 519
Ingresos diferidos, gastos devengados y otros pasivos no circulantes diferidos	\$ -	\$ 187	\$ 214	\$ 178	\$ 171	\$ 152
Provisiones para otros pasivos y gastos	\$ -	\$ 4	\$ 5	\$ 5	\$ 0	\$ -
Otros pasivos no corrientes	\$ -	\$ 181	\$ 211	\$ 319	\$ 598	\$ 626
Pasivos Corrientes	\$ 3.289	\$ 2.862	\$ 2.409	\$ 2.931	\$ 4.554	\$ 3.806
Créditos y préstamos corrientes	\$ 911	\$ 427	\$ 368	\$ 530	\$ 1.775	\$ 1.162
Comerciales y otras cuentas a pagar	\$ 2.002	\$ 2.198	\$ 1.704	\$ 2.088	\$ 2.459	\$ 2.249
Cuentas Comerciales por pagar	\$ 1.614	\$ 2.198	\$ 1.704	\$ 2.088	\$ 2.459	\$ 1.250
Cuentas por pagar a partes relacionadas	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Otras cuentas por pagar corrientes	\$ 388	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Provisiones para otros pasivos y gastos	\$ 32	\$ 42	\$ 55	\$ 66	\$ 53	\$ 129
Otros pasivos corrientes	\$ 207	\$ 72	\$ 151	\$ 111	\$ 121	\$ 75
Pasivos corrientes por impuesto a la renta	\$ 135	\$ 123	\$ 104	\$ 137	\$ 145	\$ 191
Pasivos del grupo disposición clasificados como mantenidos para la venta	\$ -	\$ -	\$ 28	\$ -	\$ -	\$ -

Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

BALANCE GENERAL PROMEDIO GRAN EMPRESA						
Cifras expresadas en millones de pesos						
	AÑO 2015	AÑO 2016	AÑO 2017	AÑO 2018	AÑO 2019	AÑO 2020
Activos Totales	\$ 491.248	\$ 520.066	\$ 529.613	\$ 546.350	\$ 582.132	\$ 546.425
Activos no corrientes	\$ 345.234	\$ 375.696	\$ 394.539	\$ 405.077	\$ 420.502	\$ 397.441
Propiedad, planta y equipo	\$ 152.949	\$ 168.652	\$ 174.490	\$ 177.838	\$ 185.623	\$ 169.237
Activos intangibles y valor llave	\$ 3.573	\$ 4.236	\$ 4.604	\$ 5.243	\$ 7.233	\$ 3.582
Activos biológicos no corrientes	\$ 3.309	\$ 3.476	\$ 3.092	\$ 3.209	\$ 3.337	\$ 2.195
Comerciales y otras cuentas a cobrar no corrientes	\$ 5.353	\$ 8.282	\$ 11.429	\$ 22.170	\$ 23.512	\$ 23.927
Cuentas por cobrar no corrientes	\$ 1.267	\$ 4.506	\$ 4.706	\$ 5.679	\$ 11.309	\$ 549
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	\$ 4.065	\$ 3.776	\$ 6.723	\$ 16.491	\$ 12.202	\$ 16.902
Otros créditos no corrientes	\$ 21	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Activos financieros a largo plazo	\$ 155.438	\$ 176.560	\$ 186.771	\$ 191.943	\$ 196.595	\$ 192.015
Activos diferidos	\$ 16.412	\$ 13.971	\$ 12.795	\$ 4.162	\$ 3.464	\$ 2.341
Otros activos no corrientes	\$ 8.201	\$ 518	\$ 1.359	\$ 512	\$ 738	\$ 4.145
Activos Corrientes	\$ 146.014	\$ 144.371	\$ 135.073	\$ 141.273	\$ 161.629	\$ 148.984
Inventarios	\$ 47.081	\$ 52.785	\$ 50.731	\$ 58.187	\$ 64.267	\$ 61.766
Activos biológicos corrientes	\$ 3.261	\$ 9.482	\$ 4.112	\$ 3.784	\$ 3.496	\$ 3.869
Comerciales y otras cuentas a cobrar	\$ 81.745	\$ 64.169	\$ 67.613	\$ 69.574	\$ 80.890	\$ 70.714
Cuentas comerciales por cobrar	\$ 56.419	\$ 53.964	\$ 54.736	\$ 53.290	\$ 57.052	\$ 46.430
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	\$ 15.533	\$ 12.204	\$ 6.042	\$ 5.952	\$ 8.170	\$ 8.280
Otros créditos corrientes	\$ 2.266	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Créditos dudosos	-\$ 494	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Créditos de impuestos	\$ 8.020	\$ 9.061	\$ 6.835	\$ 10.331	\$ 15.667	\$ 11.994
Pagos anticipados, ingresos devengados y otros activos circulantes diferidos	\$ 510	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Activos financieros de corto plazo	\$ 2.014	\$ 1.441	\$ 1.898	\$ 3.305	\$ 2.784	\$ 1.934
Efectivo o Equivalentes	\$ 8.516	\$ 7.920	\$ 6.790	\$ 4.227	\$ 9.410	\$ 9.645
Otros Activos Corrientes	\$ 731	\$ 828	\$ 987	\$ 1.371	\$ 751	\$ 1.049
Activos del grupo de disposición clasificados como mantenidos para la venta	\$ 2.156	\$ 7.744	\$ 2.941	\$ 825	\$ 31	\$ 7
Total de patrimonio y pasivos	\$ 491.248	\$ 520.066	\$ 529.613	\$ 546.350	\$ 582.132	\$ 546.425
Total de patrimonio	\$ 202.109	\$ 223.685	\$ 233.015	\$ 251.063	\$ 253.425	\$ 231.823
Patrimonio neto atribuible a los propietarios de la controladora	\$ 202.109	\$ 223.685	\$ 233.015	\$ 251.063	\$ 253.425	\$ 231.823
Capital Suscrito	\$ 9.773	\$ 5.628	\$ 5.628	\$ 5.656	\$ 5.926	\$ 5.600
Prima de emisión	\$ 31.472	\$ 30.698	\$ 30.698	\$ 30.698	\$ 30.698	\$ 28.143
Reserva de revalorización	\$ 11.241	\$ -	\$ 5.760	\$ -	\$ -	\$ -
Otras reservas	\$ 47.397	\$ 108.152	\$ 111.864	\$ 112.799	\$ 120.019	\$ 109.118
Resultados acumulados	\$ 70.254	\$ 33.102	\$ 38.169	\$ 53.213	\$ 48.108	\$ 45.744
Ganancia o Pérdida del Periodo	\$ 5.645	\$ 9.729	\$ 665	\$ 3.805	\$ 1.240	-\$ 1.466
Otros componentes del patrimonio	\$ 26.325	\$ 36.376	\$ 41.560	\$ 44.892	\$ 47.433	\$ 44.684
Pasivos Totales	\$ 289.139	\$ 296.381	\$ 296.598	\$ 295.287	\$ 328.707	\$ 314.602
Pasivos no corrientes	\$ 138.298	\$ 140.183	\$ 149.930	\$ 131.088	\$ 179.820	\$ 178.905
Créditos y préstamos no corrientes	\$ 71.330	\$ 87.844	\$ 95.854	\$ 98.250	\$ 110.749	\$ 118.572
Otros pasivos financieros no corrientes						\$ -
Deudas por Emisión de Bonos	\$ 16.364	\$ 11.818	\$ 11.818	\$ -	\$ 27.273	\$ 25.000
Otras cuentas por pagar no corrientes	\$ 12.829	\$ 1.533	\$ 6.974	\$ 11.965	\$ 15.595	\$ 11.881
Ingresos diferidos, gastos devengados y otros pasivos no circulantes diferidos	\$ 28.311	\$ 30.866	\$ 27.542	\$ 15.290	\$ 15.187	\$ 9.847
Provisiones para otros pasivos y gastos	\$ 8.702	\$ 6.430	\$ 6.054	\$ 5.205	\$ 5.450	\$ 4.776
Otros pasivos no corrientes	\$ 762	\$ 1.692	\$ 1.687	\$ 377	\$ 5.566	\$ 8.829
Pasivos Corrientes	\$ 150.841	\$ 156.198	\$ 146.668	\$ 164.199	\$ 148.887	\$ 135.697
Créditos y préstamos corrientes	\$ 28.327	\$ 28.221	\$ 32.334	\$ 48.376	\$ 29.391	\$ 35.446
Comerciales y otras cuentas a pagar	\$ 107.936	\$ 112.021	\$ 98.231	\$ 101.885	\$ 104.460	\$ 84.706
Cuentas Comerciales por pagar	\$ 91.072	\$ 103.465	\$ 87.186	\$ 91.075	\$ 94.099	\$ 46.535
Cuentas por pagar a partes relacionadas	\$ 10.035	\$ 8.556	\$ 11.045	\$ 10.810	\$ 10.361	\$ 8.693
Otras cuentas por pagar corrientes	\$ 6.829	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Provisiones para otros pasivos y gastos	\$ 7.435	\$ 4.634	\$ 5.456	\$ 5.957	\$ 6.206	\$ 6.109
Otros pasivos corrientes	\$ 2.129	\$ 1.459	\$ 1.040	\$ 1.385	\$ 2.818	\$ 2.294
Pasivos corrientes por impuesto a la renta	\$ 5.015	\$ 4.090	\$ 6.665	\$ 6.596	\$ 6.012	\$ 7.141
Pasivos del grupo disposición clasificados como mantenidos para la venta	\$ -	\$ 5.773	\$ 2.941	\$ -	\$ -	\$ -

Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

ESTADO DE RESULTADOS PROMEDIO						
Cifras expresadas en millones de pesos						
	AÑO 2015	AÑO 2016	AÑO 2017	AÑO 2018	AÑO 2019	AÑO 2020
Ingresos netos por ventas	\$ 227.422	\$ 248.070	\$ 295.636	\$ 215.211	\$ 228.317	\$ 224.158
Costo de mercancías vendidas	-\$ 166.061	-\$ 186.783	-\$ 220.372	-\$ 158.095	-\$ 167.178	-\$ 169.239
Utilidad bruta	\$ 61.361	\$ 61.287	\$ 75.264	\$ 57.117	\$ 61.138	\$ 54.918
Gastos de venta y distribución	-\$ 19.576	-\$ 20.409	-\$ 25.672	-\$ 18.895	-\$ 20.674	-\$ 18.787
Gastos administrativos	-\$ 34.204	-\$ 31.159	-\$ 39.844	-\$ 29.399	-\$ 29.107	-\$ 26.497
Otros resultados operativos netos	-\$ 7.009	\$ 1.492	\$ 1.516	\$ 3.265	\$ 1.669	-\$ 276
Ganancia operativa (EBIT)	\$ 571	\$ 11.211	\$ 11.263	\$ 12.087	\$ 13.027	\$ 9.358
EBITDA	\$ 4.237	\$ 17.035	\$ 20.234	\$ 17.658	\$ 23.701	\$ 15.330
Resultado financiero	-\$ 3.590	-\$ 4.257	-\$ 5.523	-\$ 749	-\$ 2.491	-\$ 2.493
Ingresos financieros	\$ 8.425	\$ 2.941	\$ 1.768	\$ 3.454	\$ 2.495	\$ 2.088
Gastos financieros	-\$ 15.169	-\$ 10.481	-\$ 11.534	-\$ 9.750	-\$ 8.593	-\$ 7.783
Participación en ganancia (pérdida) de asociados	\$ 2.976	\$ 3.283	\$ 4.243	\$ 5.547	\$ 3.607	\$ 3.202
Otros resultados no operativos netos	\$ 1.002	\$ 3.282	\$ 3.205	\$ 3.536	-\$ 22	\$ 121
Otros ingresos	\$ 3.544	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Otros gastos	-\$ 3.501	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Ganancias antes de impuestos	-\$ 2.017	\$ 10.236	\$ 8.946	\$ 14.874	\$ 10.514	\$ 6.986
Impuesto a la renta	-\$ 942	-\$ 1.710	-\$ 1.250	-\$ 419	-\$ 2.989	-\$ 1.451
Ganancias después de impuestos	-\$ 2.959	\$ 8.526	\$ 7.695	\$ 14.456	\$ 7.525	\$ 5.535
Ganancia de operaciones discontinuadas			-\$ 113			
Ganancia (Pérdida) Neta	-\$ 2.959	\$ 8.526	\$ 7.582	\$ 14.456	\$ 7.525	\$ 5.535

Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

ESTADO DE RESULTADOS PROMEDIO PEQUEÑAS EMPRESAS						
Cifras expresadas en millones de pesos						
	AÑO 2015	AÑO 2016	AÑO 2018	AÑO 2019	AÑO 2020	
Ingresos netos por ventas	\$ 1.849	\$ 2.505	\$ 4.044	\$ 5.041	\$ 4.800	
Costo de mercancías vendidas	-\$ 1.103	-\$ 1.426	-\$ 3.011	-\$ 3.891	-\$ 3.804	
Utilidad bruta	\$ 746	\$ 1.079	\$ 1.033	\$ 1.150	\$ 996	
Gastos de venta y distribución	-\$ 544	-\$ 579	-\$ 508	-\$ 537	-\$ 464	
Gastos administrativos	-\$ 200	-\$ 326	-\$ 327	-\$ 389	-\$ 363	
Otros resultados operativos netos	\$ -	-\$ 90	-\$ 8	-\$ 13	-\$ 2	
Ganancia operativa (EBIT)	\$ 2	\$ 84	\$ 190	\$ 211	\$ 166	
EBITDA	-\$ 12	\$ 46	\$ -	\$ 112	\$ -	
Resultado financiero	-\$ 13	\$ -	-\$ 30	-\$ 61	-\$ 55	
Ingresos financieros	\$ -	\$ -	\$ 40	\$ 34	\$ 57	
Gastos financieros	-\$ 13	\$ -	-\$ 69	-\$ 94	-\$ 112	
Participación en ganancia (pérdida) de asociados	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	
Otros resultados no operativos netos	\$ 8	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	
Ganancias antes de impuestos	-\$ 3	\$ 84	\$ 161	\$ 151	\$ 111	
Impuesto a la renta	-\$ 12	-\$ 20	-\$ 70	-\$ 111	-\$ 50	
Ganancias después de impuestos	-\$ 16	\$ 63	\$ 91	\$ 39	\$ 61	
Ganancia (Pérdida) Neta	-\$ 16	\$ 63	\$ 91	\$ 39	\$ 61	

Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

ESTADO DE RESULTADOS PROMEDIO MEDIANAS EMPRESAS						
Cifras expresadas en millones de pesos						
	AÑO 2015	AÑO 2016	AÑO 2017	AÑO 2018	AÑO 2019	AÑO 2020
Ingresos netos por ventas	\$ 12.529	\$ 12.310	\$ 14.528	\$ 12.650	\$ 14.895	\$ 14.775
Costo de mercancías vendidas	-\$ 8.760	-\$ 8.899	-\$ 9.891	-\$ 8.704	-\$ 10.669	-\$ 11.011
Utilidad bruta	\$ 3.769	\$ 3.411	\$ 4.638	\$ 3.946	\$ 4.227	\$ 3.764
Gastos de venta y distribución	-\$ 1.828	-\$ 1.644	-\$ 2.017	-\$ 1.671	-\$ 1.761	-\$ 1.685
Gastos administrativos	-\$ 1.161	-\$ 1.215	-\$ 1.325	-\$ 1.269	-\$ 1.520	-\$ 1.417
Otros resultados operativos netos	\$ -	\$ 32	-\$ 115	-\$ 108	-\$ 40	\$ 61
Ganancia operativa (EBIT)	\$ 779	\$ 584	\$ 1.181	\$ 898	\$ 906	\$ 724
EBITDA	\$ 586	\$ 780	\$ 1.443	\$ 709	\$ 931	\$ 491
Resultado financiero	-\$ 144	-\$ 181	-\$ 206	-\$ 118	-\$ 201	-\$ 176
Ingresos financieros	\$ 373	\$ 301	\$ 115	\$ 122	\$ 29	\$ 79
Gastos financieros	-\$ 517	-\$ 482	-\$ 321	-\$ 239	-\$ 230	-\$ 256
Participación en ganancia (pérdida) de asociados	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Otros resultados no operativos netos	-\$ 52	\$ -	-\$ 11	-\$ 3	\$ -	\$ -
Ganancias antes de impuestos	\$ 584	\$ 403	\$ 963	\$ 778	\$ 705	\$ 548
Impuesto a la renta	-\$ 133	-\$ 134	-\$ 250	-\$ 359	-\$ 259	-\$ 252
Ganancias después de impuestos	\$ 451	\$ 270	\$ 713	\$ 419	\$ 446	\$ 296
Ganancia (Pérdida) Neta	\$ 451	\$ 270	\$ 713	\$ 419	\$ 446	\$ 296

Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

ESTADO DE RESULTADOS PROMEDIO GRAN EMPRESA						
Cifras expresadas en millones de pesos						
	AÑO 2015	AÑO 2016	AÑO 2017	AÑO 2018	AÑO 2019	AÑO 2020
Ingresos netos por ventas	\$ 426.663	\$ 465.071	\$ 448.967	\$ 456.949	\$ 502.632	\$ 470.932
Costo de mercancías vendidas	-\$ 311.847	-\$ 350.533	-\$ 335.180	-\$ 336.200	-\$ 368.221	-\$ 355.641
Utilidad bruta	\$ 114.816	\$ 114.538	\$ 113.787	\$ 120.750	\$ 134.411	\$ 115.291
Gastos de venta y distribución	-\$ 36.178	-\$ 37.758	-\$ 38.575	-\$ 39.568	-\$ 45.079	-\$ 39.046
Gastos administrativos	-\$ 64.592	-\$ 58.624	-\$ 60.855	-\$ 62.901	-\$ 64.525	-\$ 56.021
Otros resultados operativos netos	-\$ 13.381	\$ 2.852	\$ 2.406	\$ 7.223	\$ 3.837	-\$ 654
Ganancia operativa (EBIT)	\$ 665	\$ 21.009	\$ 16.762	\$ 25.503	\$ 28.643	\$ 19.570
EBITDA	\$ 7.774	\$ 32.013	\$ 30.484	\$ 37.883	\$ 52.903	\$ 32.765
Resultado financiero	-\$ 6.771	-\$ 8.012	-\$ 8.422	-\$ 1.519	-\$ 5.443	-\$ 5.227
Ingresos financieros	\$ 15.881	\$ 5.422	\$ 2.670	\$ 7.414	\$ 5.632	\$ 4.437
Gastos financieros	-\$ 28.673	-\$ 19.702	-\$ 17.651	-\$ 21.036	-\$ 19.273	-\$ 16.600
Participación en ganancia (pérdida) de asociados	\$ 5.681	\$ 6.268	\$ 6.558	\$ 12.103	\$ 8.198	\$ 6.937
Otros resultados no operativos netos	\$ 1.938	\$ 6.266	\$ 4.960	\$ 7.718	-\$ 51	\$ 262
Ganancias antes de impuestos	-\$ 4.168	\$ 19.262	\$ 13.300	\$ 31.702	\$ 23.149	\$ 14.606
Impuesto a la renta	-\$ 1.721	-\$ 3.174	-\$ 1.796	-\$ 568	-\$ 6.504	-\$ 2.899
Ganancias después de impuestos	-\$ 5.889	\$ 16.088	\$ 11.504	\$ 31.134	\$ 16.645	\$ 11.707
Ganancia de operaciones discontinuadas			-\$ 175			
Ganancia (Pérdida) Neta	-\$ 5.889	\$ 16.088	\$ 11.329	\$ 31.134	\$ 16.645	\$ 11.707

Fuente: Elaboración propia, basado en EMIS (2021) y Superintendencia de Sociedades (2021)

Anexo 3. Costo de capital propio (Ke) del sector elaboración de cacao, chocolate y productos de confitería

Población	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Pequeñas	16,43%	12,54%		10,36%	11,30%	6,27%
Medianas	17,26%	12,58%	10,26%	10,47%	11,93%	7,25%
Grandes	18,32%	13,71%	11,41%	11,43%	12,47%	8,39%
Total	18,31%	13,70%	11,39%	11,41%	12,46%	8,36%
Rivera, J. (2022). Costo de capital propio del sector elaboración de cacao, chocolate y productos de confitería. Documento en Excel no publicado.						

**Anexo 4. Tasa efectiva anual de crédito preferencial o corporativo en Colombia
2015 – 2020**

Año	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Promedio
Enero	7,81%	9,55%	11,27%	8,28%	7,79%	7,24%	8,66%
Febrero	7,43%	10,70%	11,37%	7,92%	7,66%	7,01%	8,68%
Marzo	7,73%	10,67%	11,22%	7,72%	7,61%	7,27%	8,70%
Abril	7,81%	11,43%	10,65%	8,02%	7,35%	7,64%	8,82%
Mayo	7,70%	11,44%	10,09%	7,82%	7,64%	7,40%	8,68%
Junio	7,55%	11,71%	9,75%	7,96%	7,61%	6,91%	8,58%
Julio	8,04%	12,02%	9,47%	7,87%	7,58%	6,27%	8,54%
Agosto	7,76%	12,14%	9,14%	7,57%	7,23%	5,50%	8,23%
Septiembre	7,82%	12,07%	8,77%	7,68%	7,26%	5,01%	8,10%
Octubre	8,06%	11,96%	8,79%	7,30%	7,05%	5,23%	8,06%
Noviembre	8,72%	11,99%	8,72%	7,62%	7,28%	4,79%	8,19%
Diciembre	9,40%	11,58%	8,43%	7,63%	7,00%	4,73%	8,13%
Tasa promedio anual	7,99%	11,44%	9,81%	7,78%	7,42%	6,25%	8,45%
Fuente: (Superintendencia Financiera, 2021)							

Nota: Una forma de conocer el valor del Ki es dividiendo los gastos por intereses sobre el pasivo con costo explícito; pero los datos obtenidos con la información de la presente investigación fueron poco razonables, por lo cual se utilizó el promedio de la tasa efectiva anual de crédito preferencial o corporativo emitida por la Superintendencia.

