

**Análisis de la generación de valor para empresas del sector de actividades inmobiliarias de  
Tuluá de los años 2014-2015**

**Johanna Andrea Arango González  
Karol Ximena Bejarano Mejía**

**Universidad del Valle  
Facultad De Ciencias Económicas y Administrativas  
Contaduría Pública  
Tuluá-Valle  
2016**

**Análisis de la generación de valor para empresas del sector actividades inmobiliarias de  
Tuluá de los años 2014-2015**

**Johanna Andrea Arango González  
Karol Ximena Bejarano Mejía**

**Director:  
Mg. Rodrigo Becerra Tróchez**

**Universidad del Valle  
Facultad De Ciencias Económicas y Administrativas  
Contaduría Pública  
Tuluá-Valle  
2016**

## **Dedicatoria**

El presente trabajo se lo dedico a Dios por darme la fuerza para no desfallecer en medio de las adversidades. A mis padres y hermanas por su apoyo y entrega incondicional durante todos estos años de formación.

A mi esposo y mi hija por ser el motor y la inspiración para construir un mejor futuro, por su paciencia y comprensión para soportar mi ausencia, por animarme para continuar cuando me faltaban las fuerzas y sobre todo por creer en mí.

**Karol Ximena Bejarano Mejía**

Mi dedicación va dirigida primeramente a Dios, por guiarme por el camino correcto, por darme la fortaleza para superar todas las dificultades y poder culminar satisfactoriamente este logro tan importante en mi vida.

A mi madre y abuela, que aunque están ausentes, fueron mi motivación para superarme, y sé que este momento las llenaría de un inmenso orgullo, porque siempre desearon lo mejor para mí.

A mi novio, por su apoyo incondicional, por sus palabras de aliento, y sobre todo por confiar y creer en mí.

**Johanna Andrea Arango González**

## **Agradecimientos**

Nuestros más sinceros agradecimientos para la Universidad del Valle, por sus esfuerzos en formar excelentes profesionales. A todos nuestros maestros, quienes con sus conocimientos y paciencia, han sabido guiar nuestra formación académica a lo largo de estos años de estudio, hasta completar satisfactoriamente nuestra tesis. Y finalmente, a nuestro Tutor, por sus valiosas asesorías en la realización de este trabajo.

**Karol Ximena Bejarano Mejía**

**Johanna Andrea Arango González**

## Tabla de Contenido

|                                                  | Pág. |
|--------------------------------------------------|------|
| INTRODUCCIÓN .....                               | 13   |
| 1. DEFINICIÓN DEL PROBLEMA .....                 | 15   |
| 1.1. Descripción Del Problema .....              | 15   |
| 1.2. Formulación del problema .....              | 18   |
| 1.3. Delimitación del problema.....              | 18   |
| 2. ANTECEDENTES .....                            | 19   |
| 3. OBJETIVOS .....                               | 21   |
| 3.1. Objetivo General.....                       | 21   |
| 3.2. Objetivos Específicos.....                  | 21   |
| 4. JUSTIFICACIÓN .....                           | 22   |
| 5. MARCO REFERENCIA .....                        | 24   |
| 5.1. Marco Teórico.....                          | 24   |
| 5.1.1. Valor Económico Agregado (EVA).....       | 25   |
| 5.1.2. Ventajas del EVA.....                     | 27   |
| 5.1.3. Desventajas del EVA.....                  | 28   |
| 5.1.4. Otros inductores de valor.....            | 28   |
| 5.1.4.1. Flujo de caja libre.....                | 28   |
| 5.1.4.2. Rentabilidad del Activo Neto (RAN)..... | 29   |
| 5.1.5. Inductores operativos.....                | 29   |
| 5.1.5.1. Margen de operación (EBITDA).....       | 29   |

|                                                                                                                                                                                                                               |                        |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------|
| 5.1.5.2. Productividad del capital de trabajo.....                                                                                                                                                                            | 30                     |
| 5.1.5.3. Productividad del activo fijo.....                                                                                                                                                                                   | 31                     |
| 5.2. Marco conceptual.....                                                                                                                                                                                                    | 31                     |
| 5.3. Marco legal.....                                                                                                                                                                                                         | 32                     |
| 5.4. Marco contextual.....                                                                                                                                                                                                    | 33                     |
| <br>6. DISEÑO METODOLÓGICO.....                                                                                                                                                                                               | <br>35                 |
| 6.1. Fuentes y técnicas de recolección de investigación.....                                                                                                                                                                  | 35                     |
| 6.1.1. Tipo de investigación.....                                                                                                                                                                                             | 35                     |
| 6.1.2. Método de investigación.....                                                                                                                                                                                           | 35                     |
| 6.1.3. Fuentes de información.....                                                                                                                                                                                            | 36                     |
| 6.1.3.1. Fuentes primarias.....                                                                                                                                                                                               | 36                     |
| 6.1.3.2. Fuentes secundarias.....                                                                                                                                                                                             | 36                     |
| 6.1.4. Técnicas de recolección de datos.....                                                                                                                                                                                  | 36                     |
| 6.1.5. Fases de la investigación.....                                                                                                                                                                                         | 36                     |
| <br>7. SITUACIÓN DEL ENTORNO EXTERNO Y DEL SECTOR ACTIVIDADES<br>INMOBILIARIAS CON RELACIÓN A LAS VARIABLES QUE TIENEN INCIDENCIA EN<br>LA GENERACIÓN O DESTRUCCIÓN DE VALOR DE LAS EMPRESAS EN EL PERÍODO<br>2014-2015 ..... | <br><br><br><br><br>39 |
| 7.1. Entorno externo.....                                                                                                                                                                                                     | 40                     |
| 7.1.1. Entorno económico.....                                                                                                                                                                                                 | 40                     |
| 7.1.2. Entorno sociocultural.....                                                                                                                                                                                             | 46                     |
| 7.1.3. Entorno político.....                                                                                                                                                                                                  | 51                     |
| 7.1.4. Entorno tecnológico.....                                                                                                                                                                                               | 52                     |
| 7.1.5. Matriz de evaluación factor externo (EFE).....                                                                                                                                                                         | 53                     |

|                                                                                                                                                                       |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 7.2. Situación del sector actividades inmobiliarias .....                                                                                                             | 55 |
| 7.2.1. Situación económica del sector actividades inmobiliarias en Colombia .....                                                                                     | 55 |
| 7.2.2. Perspectivas del sector .....                                                                                                                                  | 58 |
| <br>8. COMPORTAMIENTO DE LOS INDUCTORES DE VALOR DE LAS EMPRESAS DEL<br>SECTOR ACTIVIDADES INMOBILIARIAS DE TULUÁ EN EL PERÍODO 2014-2015 .....                       | 60 |
| 8.1. EBITDA .....                                                                                                                                                     | 62 |
| 8.2. Productividad del capital .....                                                                                                                                  | 64 |
| 8.3. Palanca de crecimiento .....                                                                                                                                     | 66 |
| 8.4. Productividad del activo fijo .....                                                                                                                              | 68 |
| <br>9. VERIFICACIÓN DEL CUMPLIMIENTO DEL OBJETIVO BÁSICO FINANCIERO DE<br>LAS EMPRESAS DEL SECTOR ACTIVIDADES INMOBILIARIAS DE TULUÁ EN EL<br>PERÍODO 2014-2015 ..... | 70 |
| 9.1. ZALKA S.A. ....                                                                                                                                                  | 70 |
| 9.1.1. Cálculo de la UODI .....                                                                                                                                       | 70 |
| 9.1.2. Cálculo del activo neto de operación .....                                                                                                                     | 72 |
| 9.1.3. Cálculo del costo promedio ponderado del capital .....                                                                                                         | 73 |
| 9.1.4. Cálculo del EVA .....                                                                                                                                          | 76 |
| 9.2. INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LIMITADA .....                                                                                                                     | 79 |
| 9.2.1. Cálculo de la UODI .....                                                                                                                                       | 79 |
| 9.2.2. Cálculo del activo neto de operación .....                                                                                                                     | 79 |
| 9.2.3. Cálculo del costo promedio ponderado del capital .....                                                                                                         | 80 |
| 9.2.4. Cálculo del EVA .....                                                                                                                                          | 82 |
| 9.3. CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S .....                                                                                                                          | 83 |
| 9.3.1. Cálculo de la UODI .....                                                                                                                                       | 83 |

|                                                                                                                                       |    |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 9.3.2. Cálculo del activo neto de operación .....                                                                                     | 84 |
| 9.3.3. Cálculo del costo promedio ponderado del capital .....                                                                         | 85 |
| 9.3.4. Cálculo del EVA.....                                                                                                           | 86 |
| <br>                                                                                                                                  |    |
| 10. ESTRATEGIAS FINANCIERAS PARA CONSOLIDAR LA GENERACIÓN DE VALOR<br>DE EMPRESAS DEL SECTOR ACTIVIDADES INMOBILIARIAS DE TULUÁ ..... | 89 |
| <br>                                                                                                                                  |    |
| 11. CONCLUSIONES .....                                                                                                                | 92 |
| <br>                                                                                                                                  |    |
| 12. RECOMENDACIONES .....                                                                                                             | 95 |
| <br>                                                                                                                                  |    |
| 13. REFERENCIAS.....                                                                                                                  | 97 |
| <br>                                                                                                                                  |    |
| 14. ANEXOS .....                                                                                                                      | 99 |



## Lista de cuadros

Pág.

|                                                                                                          |    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Cuadro 1. Evolución de los Componentes del ICC (Balances entre respuestas favorables y desfavorables, %) | 49 |
| Cuadro 2. Matriz de factores externos (EFE)                                                              | 54 |
| Cuadro 3. Cálculo del margen EBITDA. Valores en porcentajes. 2014-2015                                   | 63 |
| Cuadro 4. Cálculo de la productividad del capital de trabajo.                                            | 65 |
| Cuadro 5. Palanca de crecimiento                                                                         | 67 |
| Cuadro 6. Productividad del activo fijo.                                                                 | 68 |
| Cuadro 7. Utilidades Operacionales de ZALKA S.A.2014-2015                                                | 71 |
| Cuadro 8. Cálculo del activo neto de operación de ZALKA S.A.2014-2015                                    | 72 |
| Cuadro 9. Cálculo del costo del patrimonio                                                               | 74 |
| Cuadro 10.Cálculo del Costo Promedio Ponderado del Capital para ZALKA S.A.2014                           | 75 |
| Cuadro 11.Cálculo del Costo Promedio Ponderado del Capitalpara ZALKA S.A.2015                            | 75 |
| Cuadro 12.Cálculo del EVA para ZALKA S.A.2014-2015. Miles de pesos                                       | 76 |
| Cuadro 13. Utilidades Operacionales deInmobiliaria y Arrendamientos Ltda. 2014-2015                      | 79 |
| Cuadro 14. Cálculo del activo neto de operación de INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LTDA.2014-2015          | 80 |
| Cuadro 15.Cálculo del Costo Promedio Ponderado del Capital para INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LTDA.2014  | 81 |
| Cuadro 16.Cálculo del Costo Promedio Ponderado del Capital para INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LTDA. 2015 | 82 |
| Cuadro 17.Cálculo del EVA para INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LTDA.2014-2015. Miles de pesos              | 82 |
| Cuadro 18. Utilidades Operacionales deCENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S 2014-2015                        | 84 |
| Cuadro 19. Cálculo del activo neto de operación de CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S2014-2015            | 85 |

|                                                                                                              |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Cuadro 20.Cálculo del Costo Promedio Ponderado del Capital para CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S2014 .....  | 86 |
| Cuadro 21.Cálculo del Costo Promedio Ponderado del Capital para CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S 2015 ..... | 86 |
| Cuadro 22.Cálculo del EVA para CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S2014-2015. Miles de pesos.....               | 87 |

## Lista de gráficos

Pág.

|                                                                                                                                          |    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Gráfico 1. Producto Interno Bruto. 2012-2015 .....                                                                                       | 41 |
| Gráfico 2. Tasas de interés de colocación. 2012-2015 .....                                                                               | 42 |
| Gráfico 3. Inflación. 2012-2015.....                                                                                                     | 43 |
| Gráfico 4. Tasa de desempleo. 2012-2015.....                                                                                             | 44 |
| Gráfico 5. Salario mínimo. 2012-2015 .....                                                                                               | 45 |
| Gráfico 6. Índice de la tasa de cambio. ....                                                                                             | 46 |
| Gráfico 7. Índice de confianza del consumidor. Colombia a 2016*.....                                                                     | 47 |
| Gráfico 8. Índice de Expectativas del Consumidor (IEC) e Índice de Condiciones Económicas (ICE). Colombia a 2016*.....                   | 48 |
| Gráfico 9. NBI. Valle del Cauca y Colombia, 2000-2015.....                                                                               | 50 |
| Gráfico 10. Balance fiscal como porcentaje del PIB. ....                                                                                 | 51 |
| Gráfico 11. Participación del sector sobre el PIB. ....                                                                                  | 56 |
| Gráfico 12. Sector: Establecimientos financieros, seguros, actividades inmobiliarias y servicios a las empresas. Millones de pesos. .... | 57 |
| Gráfico 13. Participación por subsectores sobre el PIB y sobre el sector. Porcentajes .....                                              | 57 |
| Gráfico 14. Margen EBITDA. Valores en porcentajes. 2014-2015 .....                                                                       | 63 |
| Gráfico 15. Productividad del capital de trabajo. ....                                                                                   | 65 |
| Gráfico 16. Palanca de crecimiento. ....                                                                                                 | 67 |
| Gráfico 17. Productividad del activo fijo.....                                                                                           | 69 |
| Gráfico 18. Comportamiento del EVA y sus componentes. ZALKA S.A. 2014-2015.....                                                          | 77 |
| Gráfico 19. Comportamiento del EVA y sus componentes. Inmobiliaria y Arrendamientos Ltda. 2014-2015 .....                                | 83 |
| Gráfico 20. Comportamiento del EVA y sus componentes. CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S 2014-2015.....                                   | 88 |

## **Lista de Anexos**

**Pág.**

|                                                                                                |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Anexo A. Cálculo del EBITDA por empresa. 2014-2015. Miles de pesos. ....                       | 99  |
| Anexo B. Cálculos de la productividad del capital de trabajo por empresa. Miles de pesos. .... | 101 |
| Anexo C. Cálculos de la palanca de crecimiento por empresa. 2014-2015.....                     | 102 |
| Anexo D. Cálculo de la productividad del activo fijo. Miles de pesos 2014-2015 .....           | 103 |
| Anexo E. Balance General de las empresas. 2014-2015 .....                                      | 104 |
| Anexo F. Estado de Ganancias y Pérdidas de las empresas, 2014-2015 .....                       | 108 |

## **Introducción**

El sector actividades inmobiliarias en Colombia presenta una coyuntura favorable, particularmente por los planes de renovación urbana que adelantan distintas ciudades y por los proyectos de transformación que avanzan en otras capitales del país. Además, las oportunidades siguen siendo buenas, pues todavía un alto porcentaje de familias no tiene vivienda propia.

En el caso de Tuluá existen tres empresas pertenecientes al sector actividades inmobiliarias: Zalka S A, Inmobiliaria y Arrendamientos Limitada y Centro Comercial del Parque S.A.S. Estas empresas, a pesar de la coyuntura favorable del sector, presentan resultados financieros distintos, pues según el indicador de margen neto, las dos primeras obtienen 3,75% y 6,76% de utilidad, mientras que la última, muestran rentabilidades netas del 17,58%, situación que indica que las oportunidades del sector no implican necesariamente similares resultados. Por ello se busca realizar un estudio que permita analizar la situación de las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá con relación a la generación o destrucción de valor para sus propietarios en el período 2014-2015. Para ello se desarrollan cuatro objetivos específicos. En el primero, se caracteriza la situación del entorno externo y del sector actividades inmobiliarias con relación a las variables que tienen incidencia en la generación o destrucción de valor de las empresas en el período 2014-2015. El segundo analiza el comportamiento de los inductores de valor de las empresas en estudio, tomando como referencia el EBITDA, margen EBITDA, productividad del capital de trabajo, productividad del activo fijo y palanca de crecimiento. Posteriormente, en el tercer objetivo se determina a través del método EVA el cumplimiento del objetivo básico financiero de las empresas para finalmente, en el cuarto objetivo, proponer estrategias financieras para consolidar la generación de valor de empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá.

La metodología utilizada para estos propósitos fue la de Oscar León García, quien sugiere los inductores a estudiar para el diagnóstico financiero y el método EVA para verificar el cumplimiento del objetivo básico financiero.

## **1. Definición del Problema**

### **1.1. Descripción Del Problema**

El sector Actividades inmobiliarias según la Clasificación de Actividades Económicas CIIU Revisión 4 adaptada para Colombia se encuentra bajo el código L6810, e incluye la compra, venta, administración, alquiler y/o arrendamiento de bienes inmuebles propios o arrendados, tales como: inmuebles residenciales e inmuebles no residenciales e incluso salas de exposiciones, salas cinematográficas, instalaciones para almacenamiento, centros comerciales y terrenos.

También el alquiler y/o arrendamiento de casas y apartamentos amoblados o sin amoblar por períodos superiores a treinta días: - Promoción y comercialización de proyectos inmobiliarios. - Subdivisión de terrenos en lotes, sin mejora de los mismos. - El suministro de espacio sólo para albergue de animales.(Cámara de Comercio de Bogotá, 2016)

De acuerdo con datos de Fedelonjas, en el país están inscritas por lo menos 35.000 empresas que cumplen funciones inmobiliarias, pero menos de 7.500 se dedican efectivamente a esta actividad, y de ellas no más de 3.500 lo hacen permanentemente.(Dinero, 2015)

Según informe de Dinero (2015), los empresarios inmobiliarios del país han visto cómo esta actividad comienza a ganar una dinámica que no se veía hace años, situación que se evidencia no sólo en el volumen de negocios, que crecía 7% hasta el cierre de septiembre de 2015, sino también en el empleo. De acuerdo con el Dane, en el tercer trimestre del año las actividades inmobiliarias generaban empleo para 1,6 millones de colombianos, y conjuntamente con los empleos generados en la construcción, representaron 13,7% del empleo total del país, según el ministro de Vivienda, Luis Felipe Henao, y aportaron 30% de los nuevos empleos del último año. En la actual coyuntura el sector tiene buenas perspectivas. En el caso de los estratos 1 y 2 se mantiene la dinámica inducida por las políticas de vivienda del Gobierno, mientras en los

estratos 3 y 4 los estímulos a la tasa de interés y la mejora en el ingreso generan optimismo.(Dinero, 2015)

Además, la creciente competencia ha llevado a que las principales firmas inmobiliarias del país estén avanzando en planes de transformación, inversión y capacitación para aprovechar las oportunidades afuera. De hecho, en los dos últimos años 153 inmobiliarios locales obtuvieron el reconocimiento como Especialistas Internacionales Certificados en la Negociación de Propiedades (Cips, por su sigla en inglés), que les permitirá asesorar inversionistas extranjeros en sus negocios de compra y renta en Colombia.(Dinero, 2015)

En síntesis, el sector actividades inmobiliarias en Colombia presenta una coyuntura favorable, particularmente por los planes de renovación urbana que adelantan distintas ciudades y por los proyectos de transformación que avanzan en otras capitales del país. Además, las oportunidades siguen siendo buenas, pues todavía un alto porcentaje de familias no tiene vivienda propia. Según datos de Dinero (2015) al cierre de 2013 43% de los colombianos vivía en vivienda propia, 35% vivía en renta, otro 17% en usufructo o con permiso del propietario y 5% estaba pagando una vivienda nueva.El crecimiento de los ingresos de las familias y la consolidación de la clase media en el país, que pasó, según el Gobierno, de 26,6% en 2011 a más de 30% en el 2015, es uno de los ingredientes que favorecen los negocios inmobiliarios.

En el caso de Tuluá, según reporte de la Superintendencia de Sociedades (2015), existen cuatro empresas pertenecientes al sector actividades inmobiliarias: Zalka S A, Inmobiliaria y Arrendamientos Limitada, La Herradura S.A. y Centro Comercial del Parque S.A.S. Estas empresas, a pesar de la coyuntura favorable del sector, presentan resultados financieros distintos, pues según el indicador de margen neto, las dos primeras obtienen 3,75% y 6,76% de utilidad,



mientras que las dos últimas, muestran rentabilidades netas del 46,74% y 17,58%, situación que indica que las oportunidades del sector no implican necesariamente similares resultados.

Sin embargo, más allá de las utilidades contables, el mundo de los negocios se enfrenta a continuos cambios y exige una mejora en los resultados operativos y financieros de las empresas, como es el caso del sector actividades inmobiliarias; esto ha conllevado a la búsqueda de nuevas herramientas de análisis más eficaces que permitan la medición del desempeño del negocio. Estas herramientas deben ayudar no sólo a identificar cuáles son las estrategias para alcanzar un alto rendimiento de la compañía, sino también a la consecución del objetivo básico financiero: la generación de riqueza para el accionista.

Por lo anterior, el EVA es un método que permite evaluar la eficiencia de la empresa en torno a la generación de riqueza. El valor económico agregado, consiste en determinar la rentabilidad obtenida por una empresa deduciendo de la utilidad de operación después de impuesto (UODI), el costo de capital de los recursos propios y externos que se emplean. Así pues, el EVA supone que el éxito empresarial está directamente relacionado con la generación de valor, dado que el costo de los recursos empleados por la compañía debe producir una rentabilidad superior a su costo. (García, 2003)

Por otra parte, el EVA no sólo ayuda a identificar las áreas en donde la compañía está siendo deficiente, sino que su importancia radica en que ayuda a la gerencia a tomar mejores decisiones, que conduzcan al aumento de la creación de riqueza, pues evita que tomen decisiones que por desconocimiento o con la idea de obtener beneficios particulares, perturbe de alguna manera la creación de valor. Así mismo, el EVA ayuda a descubrir cuando una estrategia que aparentemente se traduce en crecimiento y solidez, en realidad no lo es, mostrando con esto el

camino a seguir por la organización para que crezca sin tener que sacrificar la generación de valor. (García, 2003)

Teniendo en cuenta lo anterior, el presente trabajo pretende dar respuesta a la siguiente pregunta de investigación:

## **1.2. Formulación del problema**

¿Las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá están generando o destruyendo valor para sus propietarios en el período 2014-2015?

## **1.3. Delimitación del problema**

El problema se encuentra delimitado a las empresas que reportan información financiera a la Superintendencia de Sociedades de Colombia, pertenecientes al sector actividades inmobiliarias, con código CIU L6810. Según registros de esta fuente, en el año 2015 reportaron tres (3) organizaciones de la ciudad de Tuluá:

|             |                                   |
|-------------|-----------------------------------|
| 817.001.072 | ZALKA S A                         |
|             | INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS     |
| 821.000.170 | LIMITADA                          |
| 900.355.606 | CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S |

## 2. Antecedentes

Para el desarrollo del proyecto se tomará como referencia inicialmente el proyecto de grado de la Facultad de Ciencias Administrativas “análisis de la generación de valor de la mediana empresa del sector industrial en el municipio de Tuluá, aplicando la herramienta EVA durante el periodo 2009-2011”, el cual fue elaborado Adriana Alejandra García y Lorena Andrea Lozano, para optar al título de Contador público de la Universidad del Valle. El objetivo principal del proyecto fue conocer si las empresas del sector habían generado o destruido valor mediante la aplicación de la herramienta EVA.

El proyecto tuvo como conclusión a manera general, que la mayoría de las medianas empresas del sector industrial manufacturera durante el periodo 2009-2011, no consiguieron generar valor económico agregado para sus compañías durante los tres periodos consecutivos, demostrando con esto, deficiencia en la gestión financiera de las empresas y falta de interés por la obtención del objetivo básico financiero.

También se tomará como referencia el proyecto de grado “Evaluación de la generación de valor por parte de las empresas más representativas de la ciudad de Buga, una aplicación del EVA”, fue elaborada por John Cano y Bibiana Salgado Castillo, el objetivo del proyecto fue analizar el comportamiento de las empresas de Guadalajara de Buga, respecto a la generación o destrucción de valor en el periodo 1998-2004, a partir del modelo EVA. La conclusión que llegaron los autores es que las empresas mejoraron el indicador EVA, básicamente por un mejor manejo operativo ya que las utilidades operacionales crecieron en promedio durante el periodo, además la disminución sistemática del costo de capital durante el periodo, junto con la disminución de los activos netos operacionales terminaron beneficiando a las empresas, las cuales progresivamente destruyeron menos valor en promedio durante el periodo analizado.

Adicionalmente, se tomará como guía de la Facultad de Ciencias Administrativas el proyecto de grado “El Valor Económico Agregado (EVA) como herramienta de análisis de rentabilidad de las medianas empresa en Guadalajara de Buga 2002-2004”, elaborado por Diana Carolina Rivera, para optar al título de contadora pública.

El objetivo principal del proyecto fue analizar la rentabilidad de las empresas de Buga en jurisdicción de la cámara de comercio de Buga, en el periodo 2002-2004, tomando como herramienta EVA. Dando como resultado que las empresas medianas de Buga financiaban sus deudas a través de créditos bancarios a corto plazo, modalidad de crédito ordinario y libre inversión.

También que el éxito del negocio no depende de acumular mayores activos de operación, sino que está determinado por la capacidad de las empresas de ser más eficientes en su manejo y lograr niveles de productividad más elevados; dicho de otra forma, a partir de unos activos operacionales dados, incrementar la producción y ventas.

### **3. Objetivos**

#### **3.1. Objetivo General**

Analizar la situación de las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá con relación a la generación o destrucción de valor para sus propietarios en el período 2014-2015

#### **3.2. Objetivos Específicos**

- Caracterizar la situación del entorno económico externo y del sector actividades inmobiliarias con relación a las variables que tienen incidencia en la generación o destrucción de valor de las empresas en el período 2014-2015.
- Analizar el comportamiento de los inductores de valor de las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá en el período 2014-2015.
- Determinar a través del método EVA el cumplimiento del objetivo básico financiero de las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá en el período 2014-2015.
- Proponer estrategias financieras para consolidar la generación de valor de empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá.

#### **4. Justificación**

El presente trabajo de grado trata sobre un tema fundamental en las finanzas empresariales, respecto al cumplimiento del objetivo básico financiero, el cual en la actualidad se acepta que es la generación de valor, en este caso aplicado a empresas del sector actividades inmobiliarias, cuyo aporte al conocimiento se relaciona con la forma en las que los inductores de valor influyen en los resultados financieros de estas organizaciones, lo cual permite verificar los planteamientos teóricos expuestos por autores como Oscar León García.

El concepto de competitividad se ha convertido en un icono para las empresas de hoy, pero esto viene acompañado de nuevos retos, por lo cual se hace necesario que los directivos de las empresas del sector inmobiliario de la ciudad de Tuluá, hagan uso de las herramientas necesarias para poder controlar y medir el crecimiento de las organizaciones, generando así una toma de decisiones acertadas.

El valor económico agregado es una herramienta poco explorada por las empresas, algo que impide que la competitividad crezca, desfavoreciendo así el interés de nuevos accionistas. Los instrumentos más utilizados para estas entidades son las razones financieras, sin lugar a duda les ha permitido controlar la eficacia y comportamiento de la empresa, sin embargo, presentan un grado de limitación al momento de pretender utilizarlos en el largo plazo.

El EVA es un indicador operacional que hace evidente este factor de competitividad, lo que le permite potencializar sus fortalezas. Es aquí donde juega un papel importante el rol desempeñado por los líderes de las organizaciones y la habilidad para utilizar su conocimiento y herramientas en la consecución de los objetivos trazados.

Por lo anterior, el EVA será una forma de medir la competitividad de la organización en términos financieros, ya que permitirá determinar la rentabilidad económica real que la empresa puede ofrecer a su capital. En la medida que una empresa genere más EVA se podrá decir que es más competente frente a otras empresas en el desarrollo de sus actividades.

Este trabajo de investigación será importante para la universidad puesto que le aportará el estudio de una herramienta poco explorada por las empresas y podrá servir de modelo para aquellos estudiantes de los cuales a través de la academia surjan deseos de realizar una ampliación sobre este tema. La investigación también aportará a las empresas, debido a que permitirá conocer el valor económico agregado como una herramienta para medir su capacidad de generar o destruir valor.

Para la sociedad la realización de este tipo de trabajos de índole financiero son importantes, porque contribuyen a identificar falencias en las organizaciones que impiden que éstas cumplan con su objetivo básico financiero, por lo tanto, las recomendaciones direccionadas hacia el mejoramiento de estas empresas en su ámbito de las finanzas, pueden ser extensibles a otras organizaciones, obteniendo en suma elementos que permitirán tener empresas financieramente más sólidas, beneficiando a la sociedad a través del empleo que generan y su aporte a la comunidad con bienes y servicios de calidad.

## **5. Marco Referencia**

### **5.1. Marco Teórico**

Durante el nuevo siglo las compañías se vienen enfrentando a una serie de escenarios más complejos y competitivos. Por lo anterior, hay una creciente preocupación por parte de gerencia financiera de toda organización por implementar nuevas medidas de análisis que les permita evaluar las operaciones de la empresa de la manera más acertada posible.

La evaluación del desempeño de las empresas se ha soportado en indicadores tradicionales que si bien, debe reconocerse que son útiles en algún tipo de análisis en particular, tiene sus falencias en cuanto a que no permiten identificar si hubo o no generación de valor.

El objetivo básico de toda organización es la maximización del valor invertido por sus propietarios, en este sentido, las estrategias a diseñar y ejecutar en estas, deben estar encaminadas a que sus operaciones tengan resultados que cumplan con las expectativas de sus accionistas.

En este orden de ideas, la generación de valor o aumento de riqueza ocurre cuando:

Se realizan inversiones que crean retornos superiores al costo del capital usado en dichas inversiones. Si el retorno a las inversiones realizadas es igual al costo de los fondos invertidos, se está ante un escenario de equilibrio, en donde la rentabilidad obtenida es la mínima esperada en referencia con el costo de los recursos, solo cuando dicho retorno excede el costo de capital, se está proporcionando beneficio añadido para los accionistas, es decir, se está creando riqueza para ellos. (Herrera, 2006, p.40)

De acuerdo con lo anterior, surge la necesidad de implementar herramientas que permitan monitorear la generación de valor. Entre las cuales se encuentra el valor económico agregado



“como una medida de desempeño financiero, cuya finalidad radica en evidenciar el beneficio económico real de una empresa” (Herrera, 2006, p.40).

### **5.1.1. Valor Económico Agregado(EVA)**

El concepto EVA surge en el año 1983, desarrollado por la firma consultora Stern Stewart & Co, hoy llamada SternValue Management (SVM).

Según lo define Stewart (1991) el EVA es una medida de beneficio residual que resta el coste de los recursos del beneficio operativo generado en el negocio. Es decir; EVA es el beneficio antes de intereses computado después de impuestos, menos el valor contable de la inversión (activo neto) multiplicado por el coste promedio de los recursos (p. 118).

Al respecto existen otros autores que definen el EVA como:

El EVA se define como la diferencia entre la utilidad operativa después de impuestos que una empresa obtiene y la mínima que debería obtener. La mínima UODI que la empresa debería obtener corresponde al costo de oportunidad que implica poseer activos netos de operación materializando en el costo de capital, que al ser multiplicado por el valor de esos activos permite obtener el monto que representa dicho costo de oportunidad y que se denomina costo por el uso de los activos (García, 2003, p. 131).

El EVA podría definirse como el importe que queda una vez que se han deducido de los ingresos la totalidad de los gastos, incluido el costo de oportunidad del capital y los impuestos. Por lo tanto, el EVA considera la productividad de todos los factores utilizados para desarrollar la actividad empresarial. En otras palabras, el EVA es lo que queda una vez que se han atendido todos los gastos y satisfecho una rentabilidad mínima esperada por parte de los accionistas. En consecuencia, se crea valor en una empresa cuando la rentabilidad generada supera el costo de oportunidad de los accionistas (Amat, 1999, p.32).

Mediante el método EVA el inversionista puede determinar si el capital que invirtió en una compañía le está generando los rendimientos esperados; también para los gerentes de las compañías es muy útil porque permite medir el nivel de generación de valor que se da dentro de la compañía, en cada una de las áreas y departamentos, determinando el capital con el que se está trabajando y el uso que se le da, generando facilidad en la asignación de recursos más eficientes, aportando a la toma de decisiones más asertivas en las proyecciones a futuro de las compañías con base en los resultados obtenidos.(García, 2000, p.143).

Cuando se adopta el EVA como indicador del desempeño gerencial y en general cuando en la empresa se decide implementar un proceso de medición de la creación de valor, debe fijarse una especie de momento cero de dicha medición en el que se establece el valor de los activos netos de operación o capital empleado con el que se iniciará dicho proceso. Ello en razón de que en muchos casos ocurre que la empresa que decide emprender esta aventura lleva muchos años de existencia en los que se han realizado inversiones en activos fijos que registradas en el balance reflejan pesos de diverso poder adquisitivo, lo cual puede producir confusión entre quienes deben liderar el proyecto de implementación. (García, 2003, p.152)

Por lo anterior, el autor propone tres alternativas para establecer el valor de los activos:

1. Valor Comercial
2. Costo Histórico de Adquisición
3. Valor Contable

Para esta investigación se tomará la alternativa número tres, consiste en lo siguiente:

El valor contable de los activos, que considera tanto el costo de adquisición y su respectiva depreciación acumulada, como las eventuales valorizaciones o desvalorizaciones que se les

hayan aplicado a dichos activos. Ello cuando se acepta que esos valores contables son cifras muy cercanas a las que podría arrojar un avalúo comercial. (García, 2003, p.154)

### **5.1.2. Ventajas del EVA**

- Reconoce la importancia de la utilización del capital (activos operativos) y su costo asociado correspondiente (costo de capital).
- Muestra claramente la relación entre el margen de operación y la intensidad en el uso del capital, de tal manera que puede utilizarse para señalar oportunidades de mejora y los niveles de inversión apropiados para lograrlos.
- Relaciona claramente los factores de creación de valor, como los son el precio y la mezcla de ventas con el valor creado.
- Es consistente con las técnicas utilizadas para evaluar las inversiones como los son el valor presente neto y el flujo de efectivo descontado.
- Evalúa el desempeño de la administración por lo que puede ser utilizado como mecanismo de compensación.
- Provee una medición para la creación de riqueza que alinea las metas de los administradores de divisiones o plantas con las metas de la compañía.
- Permite identificar los generadores de valor en la empresa.
- Permite determinar si las inversiones de capital están generando un rendimiento mayor a su costo. (Amat,1999, p.129)

### 5.1.3. Desventajas del EVA

- Dificultad en el cálculo del costo de capital puesto que se debe emplear procedimientos que a veces exigen poseer conocimientos de finanzas avanzadas, así como de la empresa y el sector.
- Se dificulta la implementación en las economías con altas tasas de interés, que hacen difícil obtener rentabilidades operativas superiores a aquéllas.
- Además, debe considerarse que inicialmente se calcula con cifras a partir de las utilidades contables; esto requiere complementar su análisis con el efectivo generado en la empresa.
- Las cifras de la información contable como son las del balance general, el estado de resultados y el flujo de efectivo exigen un proceso de depuración en términos económicos y financieros para llegar a una cifra del EVA razonable y confiable. (Amat, 1999, p.129)

### 5.1.4. Otros inductores de valor.

Según García (2003) considera que un indicador está lineado con el concepto de creación de valor si de su cálculo se puede inferir algún tipo de impacto sobre el EVA. En la medida en que un indicador está asociado en relación causa efecto con la generación de valor en la empresa, se considerará como inductor de valor: se entiende como aquel aspecto asociado con la operación del negocio que por tener relación causa –efecto con su valor, permite explicar el por qué de su aumento o disminución como consecuencia de las decisiones tomadas (p.177).

#### 5.1.4.1. Flujo de caja libre.

Al respecto García (2003) afirma:

Son los flujos de caja que deja la operación después de apropiar los recursos que se necesitan para la inversión, este flujo de caja sirve para atender los pagos a los proveedores del capital de la empresa (acreedores financieros y socios) (p.95).

Por lo tanto, el flujo de caja libre de una empresa tiene tres destinos:

- Reposición de capital de trabajo y activos fijos
- Atención del servicio a la deuda
- Reparto de utilidades

De esta manera García (2003) afirma:

La forma en que una empresa debe aplicar su flujo de caja para los tres destinos mencionados permite determinar su atractivo y por ende su potencial de crecimiento y generación de valor (p.103).

Para su cálculo se toma con base a la UODI (Utilidad operativa después de impuestos), se le suman las depreciaciones, amortizaciones, así obtenemos el flujo de caja bruto, al cual se le restan las inversiones en KTNO y las inversiones en activos fijos, obteniendo el flujo de caja libre (García, 2000, p.15).

#### **5.1.4.2. Rentabilidad del Activo Neto (RAN)**

Según García (2013) afirma “Es la rentabilidad que resulta de relacionar la UODI con los activos netos de operación” (p.79). Al respecto el autor manifiesta que cuando dichos activos rinden por encima del costo de capital, se está generando valor para la compañía, puesto que se está obteniendo un remanente para los propietarios.

#### **5.1.5. Inductores operativos.**

##### **5.1.5.1. Margen de operación (EBITDA).**

El término EBITDA corresponde a las iniciales de Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization que en español significa Utilidades antes de Intereses, Impuestos, Depreciaciones y Amortizaciones (de gastos pagados por anticipado). Es

simplemente la Utilidad Operativa que se obtendría antes de considerar los gastos que no implican desembolso de efectivo ni lo implicarán en el futuro, también conocida como Utilidad Operativa de Caja. El EBITDA es la producción bruta de caja, o simplemente la caja bruta, que se destina, después de cubrir los impuestos, a la atención del servicio a la deuda (abono a capital y pago de intereses), al reparto de utilidades, a la inversión en capital de trabajo y al apoyo a la financiación de inversiones en activos fijos.

El Margen EBITDA se obtiene dividiendo esta utilidad entre los ingresos y muestra lo que de cada peso de ingresos se convierte en caja bruta que se destina para cubrir los impuestos, atender el servicio a la deuda y el reparto de utilidades y apoyar las inversiones para la reposición de activos y el crecimiento de la empresa.

Mientras mayor sea este margen mayor serán las posibilidades de crecimiento de la empresa y por ende mayores las posibilidades de generación de valor si esas inversiones en crecimiento rinden por encima del costo de capital. Esto explica por qué el Margen EBITDA es un inductor de valor. (García, 2003, p.17)

#### ***5.1.5.2. Productividad del capital de trabajo.***

Este inductor operativo permite determinar de qué manera la gerencia de la empresa está aprovechando los recursos comprometidos en capital de trabajo para generar valor agregado para los propietarios. Se supone que mientras una empresa pueda vender la mayor cantidad de pesos en relación con su capital de trabajo neto operativo, más eficiente será la operación y por lo tanto mayor la generación de FCL (García, 2003, p.187)

### **5.1.5.3. Productividad del activo fijo.**

Este inductor operativo da una idea de la forma como es aprovechada la capacidad instalada en el proceso de generar valor para los propietarios y su forma de cálculo corresponde a la del indicador tradicional de Rotación de Activos Fijos (García, 2003, p.202)

## **5.2. Marco conceptual**

Los siguientes son los principales conceptos involucrados en el trabajo, que permiten su comprensión:

**GERENCIA DE VALOR:** Serie de procesos que permite la alineación de los ejecutivos con el direccionamiento estratégico de forma que las decisiones propendan por el permanente aumento del valor de la empresa.

**MENTALIDAD ESTRATÉGICA:** Es la forma de pensar que permite dar forma y clarificar el perfil estratégico futuro de la organización.

**INDUCTOR DE VALOR:** Aspecto asociado con la operación del negocio que por tener relación causa-efecto con su valor, permite explicar el porqué de su aumento o disminución como consecuencia de las decisiones tomadas.

**EBITDA:** es la utilidad operativa que se obtiene antes de descontar las depreciaciones y amortizaciones de gastos pagados por anticipado.

**VALOR DE LA EMPRESA:** el valor de una empresa es igual al valor presente de sus futuros flujos de caja a perpetuidad.

**PRODUCTIVIDAD DEL CAPITAL DE TRABAJO:** es un indicador que refleja lo que una empresa debe mantener invertido en capital de trabajo por cada peso de ventas.

**PALANCA DE CRECIMIENTO:** indicador que permite determinar qué tan atractivo es para una empresa crecer y por lo tanto da una idea con respecto a si el crecimiento agregará o no valor a los propietarios.

**UODI:** utilidad operativa después de impuestos.

**COSTO DE CAPITAL:** es el rendimiento mínimo que debe ofrecer una inversión para que merezca la pena realizarla desde el punto de vista de los actuales poseedores de una empresa. El costo del capital es uno de los elementos que determinan el valor de la empresa.

### 5.3. Marco legal

Ley 820 de 2003 Por la cual se expide el régimen de arrendamiento de vivienda urbana y se dictan otras disposiciones para regular los contratos de arrendamiento. Se hace énfasis en la promoción de los derechos de los colombianos a una vivienda digna y a la propiedad con función social.

Decreto 3130 de 2003 Aplicable a los contratos celebrados para el arrendamiento de vivienda urbana, teniendo en cuenta aspectos como el pago de los servicios públicos, contrato de arrendamiento, depósitos y otros aspectos referentes al arrendamiento de este tipo de inmuebles.

Decreto 1789 de 2004 Por el cual se establecen disposiciones en relación con las sociedades especializadas en arrendamiento a fin de que éstas enfoquen sus esfuerzos en el desarrollo de la actividad constructora.

Ley 242 de 1995 Esta Ley modifica las normas legales que tienen en cuenta el comportamiento pasado del Índice de Precios al Consumidor como factor de reajuste de multas, valores catastrales, rangos, cuantías y cánones, y en su lugar establecer criterios que hacen referencia a la meta de inflación, con el objeto de ajustar la legislación de conformidad con el



Pacto Social de Productividad, Precios y Salarios. Además determina la forma como deberá tenerse en cuenta la meta de inflación en la expedición de normas por parte del Gobierno Nacional y las Administraciones Distritales, Municipales y Departamentales.

Ley 56 de 1985 Por la cual se dictan normas sobre arrendamiento de vivienda urbana y otras disposiciones que garantizan el derecho a la vivienda para la familia colombiana como una obligación del Estado.

Código de Comercio Decreto 410 de 1971 Que regula todo lo concerniente con establecimientos de comercio y su protección legal.

Ley 675 del 2010 Rige el tema de copropiedades y propiedad horizontal.

#### **5.4. Marco contextual**

Tuluá se encuentra ubicada en el suroeste colombiano, en el centro del departamento del Valle del Cauca entre las cordillera Central y el Rio Cauca; su posición geográfica es a 4° 05' 16'' de latitud norte y 76° 12' 03'' de longitud occidental. En el sector urbano, Tuluá se encuentra dividida en 135 Barrios organizados en nueve (9) comunas y en el sector rural en 25 corregimientos con 146 vereda. Los corregimientos se encuentran organizados en 10 unidades funcionales. (Municipio de Tuluá, 2015).

La localización y posición geográfica de Tuluá ofrece oportunidades para el desarrollo de actividades industriales, por estar en la zona centro del departamento, situación que la coloca en un lugar equidistante de diferentes municipios del Valle del Cauca, con vías de acceso que la conectan con otros departamentos y el puerto de Buenaventura, así como de la capital del mismo.

La ciudad de Tuluá, está estratégicamente situada en el centro del departamento del Valle del Cauca y es el centro de gravedad poblacional de esta región del Valle y Zona Cafetera. Tuluá es

un Núcleo Industrial con empresas internacionales de la importancia de Nestlé, Levapan, Colombina, y muchas más.

Por tamaño de empresas, Tuluá posee 5.392 microempresas, de un total de 5.698 empresas, es decir, el 94.6%. La pequeña empresa representa el 4.03% con 230 organizaciones. Además, la mayor proporción empleo también se encuentra en la microempresa, con 11.204 empleos de un total de 20.885 en el año 2014, es decir, el 53.6%. (Municipio de Tuluá, 2015).

Por sectores económicos, el comercio posee 2.698 establecimientos, que representan el 47.3% del total en el año 2014 (ver cuadro 11), sin embargo esta participación ha disminuido levemente respecto al año 2013 cuando representaba el 49% del total.

La segunda actividad economía de importancia por concentración de establecimientos es la industria, la cual, en el año 2014 poseía 655 empresas que representaron el 11.5% del total. Sin embargo, si se agregan las actividades del sector servicios (códigos I a la S), se encuentra un total de 1.918 organizaciones, que representan el 33.6% del total empresarial de Tuluá en el año 2014, convirtiéndola en realidad en la segunda actividad económica más importante del municipio. (Municipio de Tuluá, 2015).

## **6. Diseño Metodológico**

### **6.1. Fuentes y técnicas de recolección de investigación**

#### **6.1.1. Tipo de investigación.**

La información que se recopilará para este proyecto será de tipo cuantitativa, debido a que permitirá realizar el análisis financiero con los principales inductores de valor y aplicar la metodología del EVA.

El proyecto se enmarcará en un diseño no experimental que “son estudios que se realizan sin la manipulación deliberada de variables y en los que sólo se observan los fenómenos en su ambiente natural para después analizarlos” (Hernández, Fernández, Baptista, 2010, p.149).

Y finalmente será de nivel descriptivo porque ayudará las autoras a compilar una serie de datos referente a la información financiera de empresas del sector actividades inmobiliarias de la ciudad de Tuluáy mediante la metodología EVA, analizar los factores por los cuales se ha generado o destruido valor.

#### **6.1.2. Método de investigación.**

El método que se utilizará para esta investigación es el deductivo, este es “Un método de razonamiento que consiste en tomar conclusiones generales para explicaciones particulares. El método se inicia con el análisis de los postulados, teoremas, leyes, principios, etcétera, de aplicación universal y de comprobada validez, para aplicarlos a soluciones o hechos particulares” (Bernal, 2010, p.56).

### **6.1.3. Fuentes de información**

De acuerdo con Cerda (1998) citado por Bernal Torres, menciona que en una investigación usualmente se habla de dos tipos de fuentes de recolección de información: las primarias y las secundarias.

#### **6.1.3.1. Fuentes primarias.**

Son todas aquellas de las cuales se obtiene información directa, es decir, de donde se origina la información (Bernal, 2010, p.175). La recolección de la información primaria, se tomará principalmente de los estados financieros que son reportados a la Superintendencia de Sociedades por las empresas del sector actividades inmobiliarias de la ciudad de Tuluá.

#### **6.1.3.2. Fuentes secundarias.**

Son todas aquellas que ofrecen información sobre el tema que se va a investigar, pero no son la fuente original de los hechos o las situaciones, sino que sólo los referencian (Bernal, 2010, p.175), Para la investigación se consultarán referencias bibliográficas como: Valoración de Empresas, Gerencia de Valor y EVA de Oscar León García. Administración Financiera, Fundamentos y Aplicaciones del mismo autor. EVA Valor Económico Agregado de Oriol Amat, entre otros. Así mismos se solicitará información de la Cámara de Comercio de la ciudad de Tuluá.

### **6.1.4. Técnicas de recolección de datos**

Se utilizará el análisis documental como técnica de recolección de datos, método que consiste en sistematizar la información relevante que sirve para los propósitos de la investigación.

### **6.1.5. Fases de la investigación**

La metodología propuesta para desarrollar la presente investigación se plantea de la siguiente forma, teniendo en cuenta los objetivos específicos:

1. Caracterizar la situación del entorno externo y del sector actividades inmobiliarias con relación a las variables que tienen incidencia en la generación o destrucción de valor de las empresas en el período 2014-2015.

- Inicialmente se dará desarrollo al primer objetivo específico, para lo cual se requiere información secundaria proveniente de diferentes fuentes como la Cámara de Comercio de Tuluá, el Departamento Nacional de Planeación (DNP), el DANE, el Banco de la República, Fedelonjas, entidades que proporcionan datos de la economía y del sector económico en estudio, para así tener una caracterización precisa de las variables que pueden tener incidencia en la generación o destrucción de valor de las empresas.

2. Analizar el comportamiento de los inductores de valor de las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá en el período 2014-2015.

- Seguidamente se cumple con el segundo objetivo específico, para el cual se requiere información secundaria, específicamente los estados financieros de las empresas del sector que se obtendrán en la Superintendencia de Sociedades para el período 2014-2015. Posteriormente, con base en el marco teórico desarrollado, se calculan los diferentes inductores de valor, se grafican los resultados y se interpretan las cifras, basado en la teoría financiera.

3. Determinar a través del método EVA el cumplimiento del objetivo básico financiero de las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá en el período 2014-2015.

- Luego de tener el diagnóstico de la situación de los inductores de valor, se procede a calcular el EVA, para determinar si las empresas del sector actividades inmobiliarias están generando o destruyendo valor. Por lo tanto, los resultados se deberán interpretar a la luz del

comportamiento de los inductores calculados en el objetivo anterior y la situación del entorno externo, así como del sector. Con estos elementos se puede desarrollar un análisis apropiado de la situación financiera de las empresas en estudio, ya que se tienen componentes externos e internos, que brindan la posibilidad de entender los resultados finales.

4. Proponer estrategias financieras para consolidar la generación de valor de empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá.

- Como resultado del análisis desarrollado, será posible comprender los factores que inciden positiva o negativamente en los resultados del cumplimiento del objetivo básico financiero de las empresas, por lo tanto, se podrán recomendar estrategias para consolidar la situación de generación de valor en este sector económico.

## **7. Situación del entorno externo y del sector actividades inmobiliarias con relación a las variables que tienen incidencia en la generación o destrucción de valor de las empresas en el período 2014-2015**

El análisis de la situación de las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá con relación a la generación o destrucción de valor, inicia con el análisis del entorno externo, el cual contiene dos frentes: el macroentorno, importante porque permite conocer las particularidades de la economía y la sociedad en la cual actúa la empresa; el segundo frente es el sector económico concreto, donde se encuentra esta organización, en este caso, el sector actividades inmobiliarias. Este análisis permite al final, conocer las oportunidades y amenazas que surgen en el entorno externo, factores que deben tenerse en cuenta posteriormente en el análisis de la generación o destrucción de valor de las empresas en estudio.

Según Aguilar (2003) son diversos los factores exógenos que inciden en el desempeño de las empresas, los cuales pueden estar relacionados con un momento del tiempo o con condiciones generales de un sector específico. Las empresas combinan capital, trabajo e insumos en sus procesos, con el fin de producir y vender bienes y servicios con miras a obtener utilidades. En consecuencia, pueden verse afectadas por cambios en la tasa de interés del mercado, en los precios de los activos y en la tasa de cambio, así como por variaciones en las expectativas, el clima de los negocios, el acceso al mercado de capitales y la demanda interna. En este trabajo se analizan los factores económico, social, político y tecnológico.

## **7.1. Entorno externo**

### **7.1.1. Entorno económico**

- Producto interno bruto:

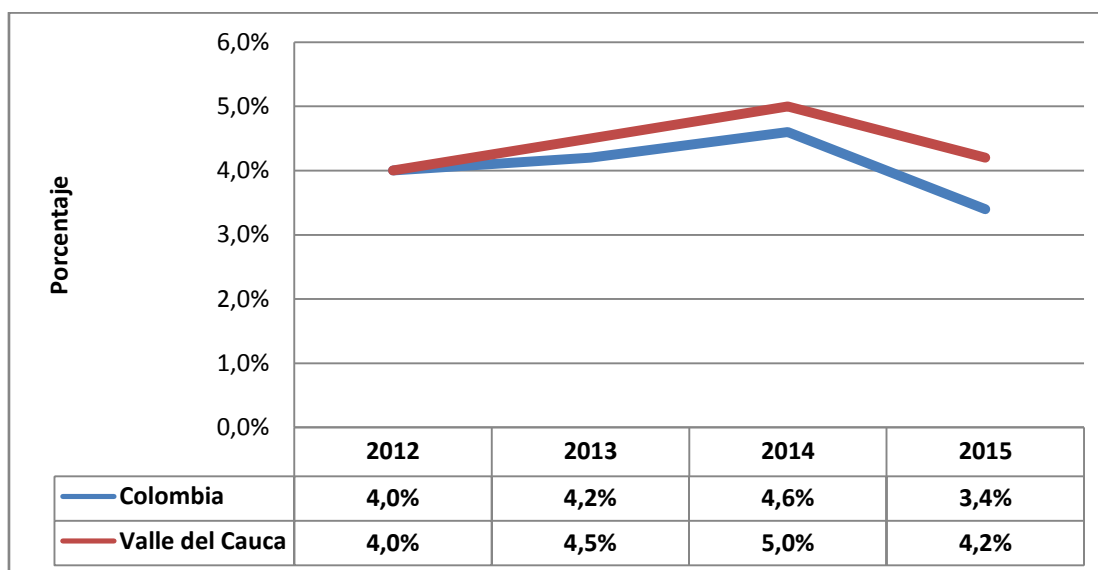
Es el total de bienes y servicios producidos en un país durante un período de tiempo determinado. Incluye la producción generada por nacionales residentes en el país y por extranjeros residentes en el país, y excluye la producción de nacionales residentes en el exterior.

En el Gráfico 1 se observa que la tendencia del PIB disminuyó para el año 2015 tanto a nivel nacional como departamental, evidenciando una desaceleración de la economía. Es decir, el total de bienes y servicios producidos en el país creció pero con una menor dinámica a la de años anteriores, por lo tanto, esta tendencia es una amenaza para las empresas en general porque de continuar el desaceleramiento se puede ver afectado el consumo y el empleo, afectando negativamente las ventas.

Para las empresas del sector actividades inmobiliarias en particular, la desaceleración de la economía puede afectar sus ventas, porque al tratarse de un sector vinculado a otros, como la construcción, entonces, la baja dinámica del PIB puede disminuir la demanda de sus servicios afectando así las ventas de las empresas. Un factor que puede ser atenuante a esta situación, es el hecho de que la economía del Valle del Cauca creció a una tasa superior a los promedios nacionales, es decir, a pesar de que en el 2015 evidentemente hubo una desaceleración económica, ésta fue menos pronunciada en el departamento.



Gráfico 1. Producto Interno Bruto. 2012-2015



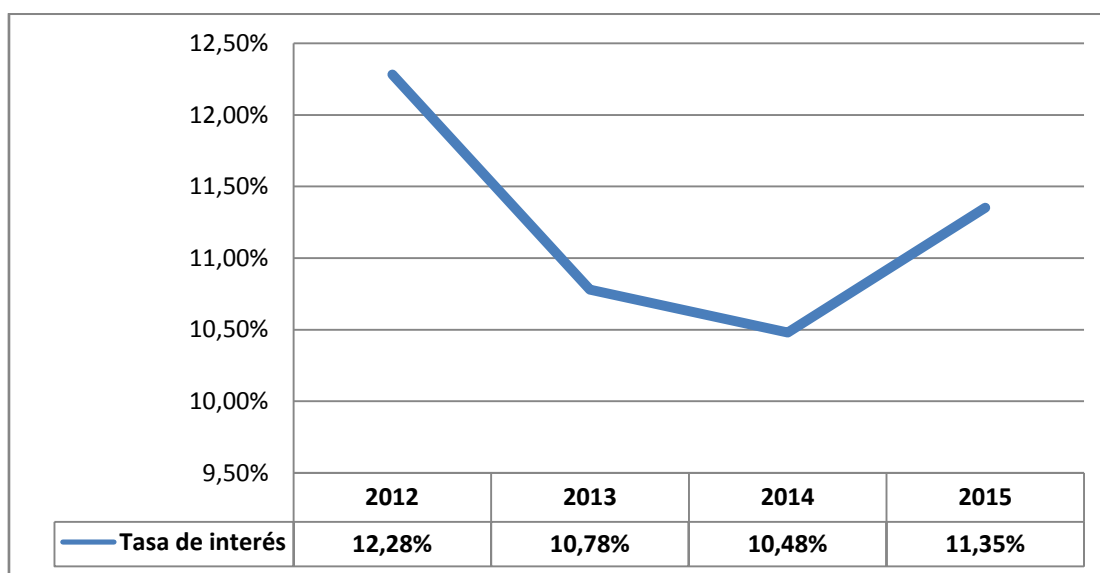
Fuente: DANE

- Tasas de interés de colocación:

Las tasas de interés de colocación son aquellas que aplican para los diferentes tipos de créditos y productos que otorgan las diferentes entidades financieras a sus clientes. Dentro de los diferentes tipos de crédito se tienen: créditos de vivienda, créditos de consumo, créditos comerciales (ordinario, preferencial y tesorería), microcrédito, tarjetas de crédito

Dado que las tasas de interés de colocación constituyen el costo del crédito, su incremento presentado en el año 2015 constituye una amenaza para las empresas, porque aumenta el costo de la financiación bancaria, haciendo menos atractivo endeudarse, lo cual posiblemente puede aplazar las decisiones de inversión de las empresas. Para las empresas inmobiliarias el efecto de la variable está en función de las necesidades de financiación que presenten, sin embargo, considerando que son empresas con una importante proyección a nivel regional y nacional, probablemente el incremento de las tasas de interés de colocación se convierte en una amenaza para sus propósitos de expansión.

Gráfico 2. Tasas de interés de colocación. 2012-2015



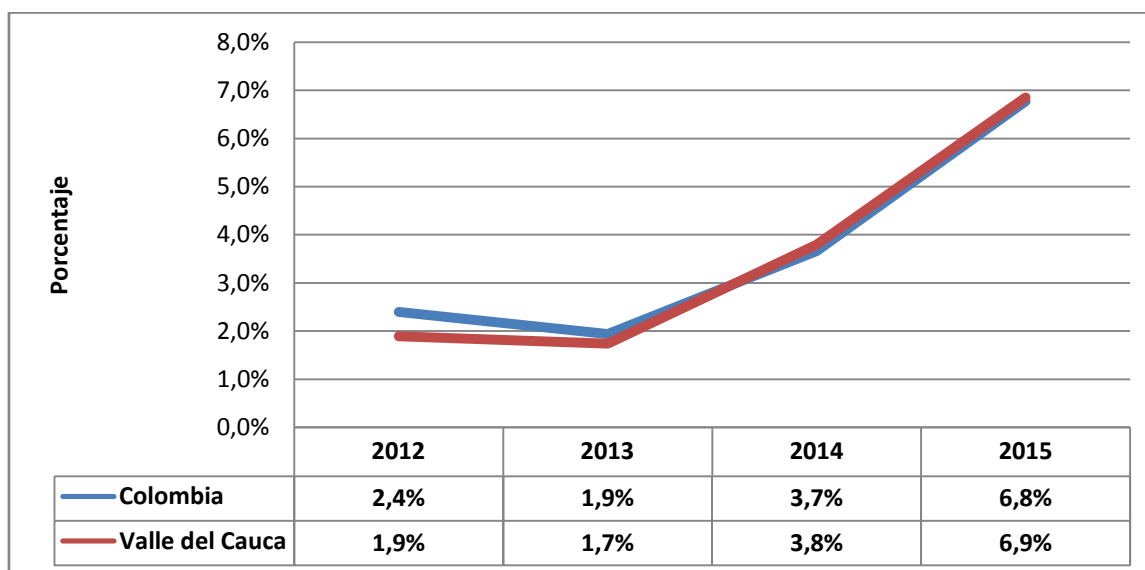
Fuente: Banco de la República

- **Inflación:**

La inflación es el aumento generalizado y sostenido de los precios de bienes y servicios en un país. Para medir el crecimiento de la inflación se utilizan índices, que reflejan el crecimiento porcentual de una canasta de bienes ponderada.

En el gráfico 3 se aprecia que la tendencia de la inflación es creciente, es decir, en Colombia los precios vienen aumentando en forma general y sostenida, razón por la cual el consumo de bienes y servicios probablemente se ve afectado ya que el encarecimiento de estos, desestimula a las personas para sus compras. Para las empresas del sector actividades inmobiliarias el incremento de la inflación es un factor preocupante, teniendo en cuenta que su oferta está condicionada a la inflación, especialmente en los arrendamientos, por lo tanto, al subir los precios se puede desestimar la demanda por el aumento de los costos de alquiler.

Gráfico 3. Inflación. 2012-2015

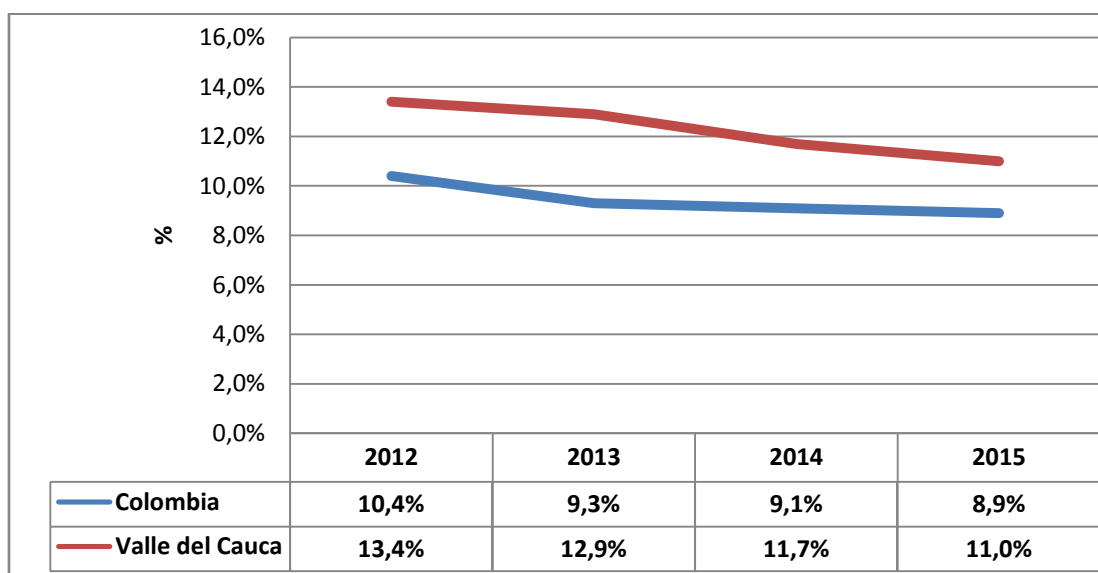


Fuente: Banco de la República

- Tasa de desempleo:

Expresa el nivel de desocupación entre la población económicamente activa. La tendencia que se presenta en el gráfico 4 es descendiente para la tasa de desempleo, es decir, el nivel de desocupación de la población económicamente activa ha venido disminuyendo lentamente tanto a nivel nacional como departamental. Se aprecia que en el caso del Valle del Cauca, ha pasado de 13.4% en el 2012 a 11% en el 2015, no obstante, continúa siendo superior al desempleo nacional. El desempleo es una amenaza para las empresas en general, porque disminuye las opciones de consumo de la población afectada, sin embargo, dada la tendencia que se presenta, la disminución del desempleo pasa a constituir una oportunidad importante para las empresas en general. En el caso específico de las empresas del sector actividades inmobiliarias, la disminución del desempleo es una oportunidad con un impacto alto, porque las posibilidades de empresarios y personas de tomar en arrendamiento locales o casas se incrementa considerablemente.

Gráfico 4. Tasa de desempleo. 2012-2015

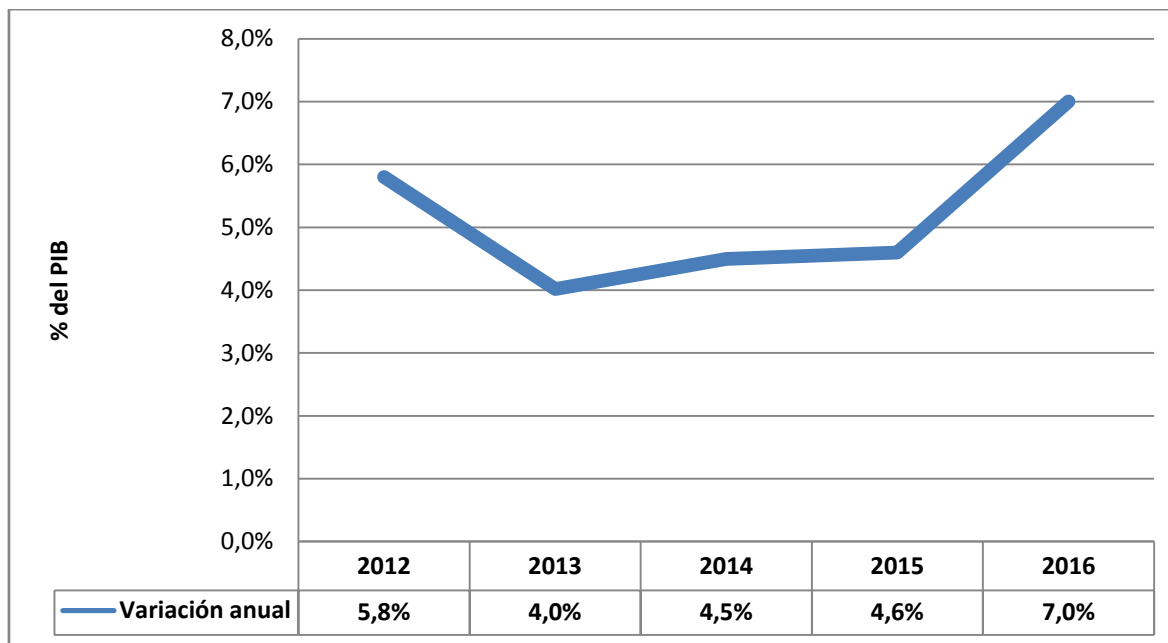


Fuente: DANE

- Salario mínimo:

El salario mínimo es la mínima remuneración a que tiene derecho todo trabajador, con el cual ha de suplir sus necesidades básicas tanto suyas como de su familia. En el gráfico 5 se aprecia que el salario mínimo en Colombia creció 7% en el año 2016, superior al crecimiento de los años anteriores, situación que beneficia el consumo de las personas, sin embargo, dado que la inflación estuvo muy cercana a este porcentaje, la ganancia de poder adquisitivo es poca para las personas, hecho que simplemente garantiza tener la posibilidad de suplir sus necesidades básicas. Teniendo en cuenta esto y considerando el efecto de la variable en las empresas del sector actividades inmobiliarias, el incremento del salario mínimo es una amenaza, porque para las empresas constituye un mayor costo de la nómina, elevando así los gastos operacionales; además, el incremento del salario mínimo posiblemente no alcanza a estimular el consumo de bienes en arrendamiento.

Gráfico 5. Salario mínimo. 2012-2015



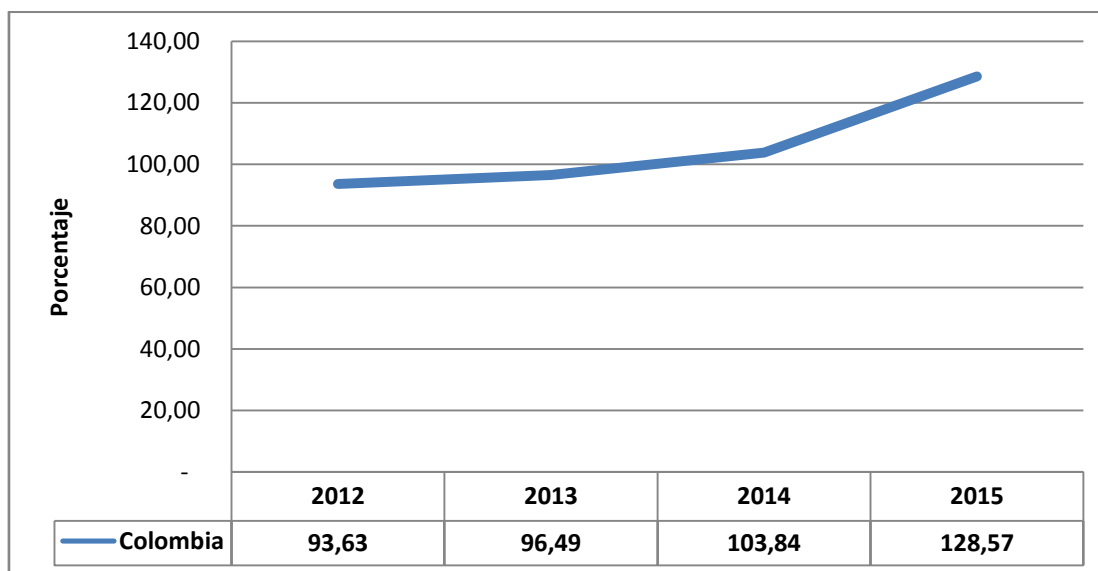
Fuente: DANE

- Tasa de cambio:

Esta es una variable que mide la cantidad de pesos que se deben pagar por una unidad de moneda extranjera. En el caso de Colombia se toma como base el dólar, porque es la divisa más utilizada en el país para las transacciones con el exterior. En Colombia este índice muestra a partir del año 2012 una tendencia hacia la devaluación real hasta el año 2015, cuyo efecto es el encarecimiento de las importaciones.

Esta situación estimula las exportaciones de bienes, debido a que disminuye el precio relativo de los productos nacionales en el extranjero, estimulando así el consumo en exterior. Sin embargo constituye una **amenaza** para el sector inmobiliario, en el sentido de que puede estimular la llegada de competencia extranjera.

Gráfico 6. Índice de la tasa de cambio.

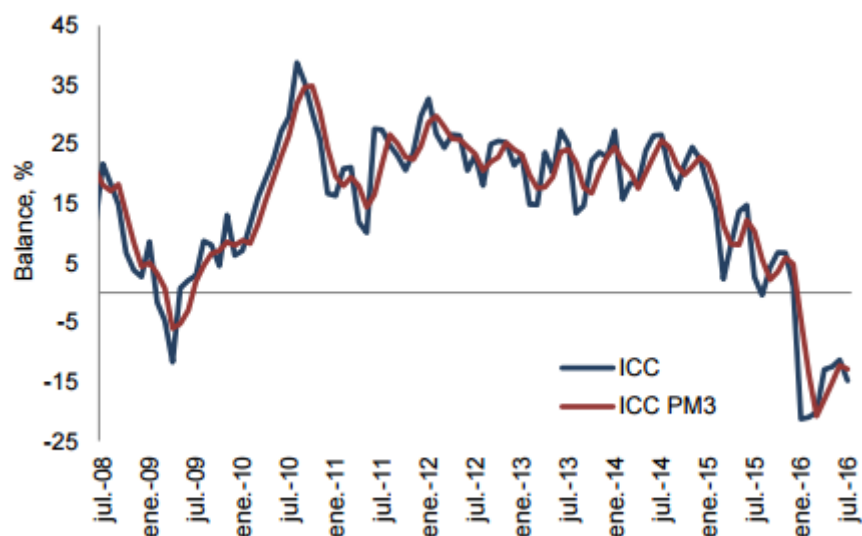


Fuente: Banco de la República, [www.banrep.gov.co](http://www.banrep.gov.co)

### 7.1.2. Entorno sociocultural

**El Índice de Confianza del Consumidor (CCI):** es una herramienta de medición que tiene que ver con la opinión actual de las personas dentro de un país determinado. De acuerdo con los resultados de la más reciente medición de la Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC), en julio el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) registró un balance de -14,9%, lo que representa una caída de 3,6 puntos porcentuales (pps) frente al mes anterior y de 17,5 pps respecto a julio de 2015 (Gráfico 7). Con el resultado de este mes, la confianza de los consumidores revirtió parcialmente la tendencia ascendente de los últimos cinco meses (Fedesarrollo, 2016). El deterioro de la confianza del consumidor es una amenaza para la expansión de las ventas de las empresas del sector actividades inmobiliarias, porque supone menos expectativas de consumo de bienes de la cadena.

Gráfico 7. Índice de confianza del consumidor. Colombia a 2016\*.



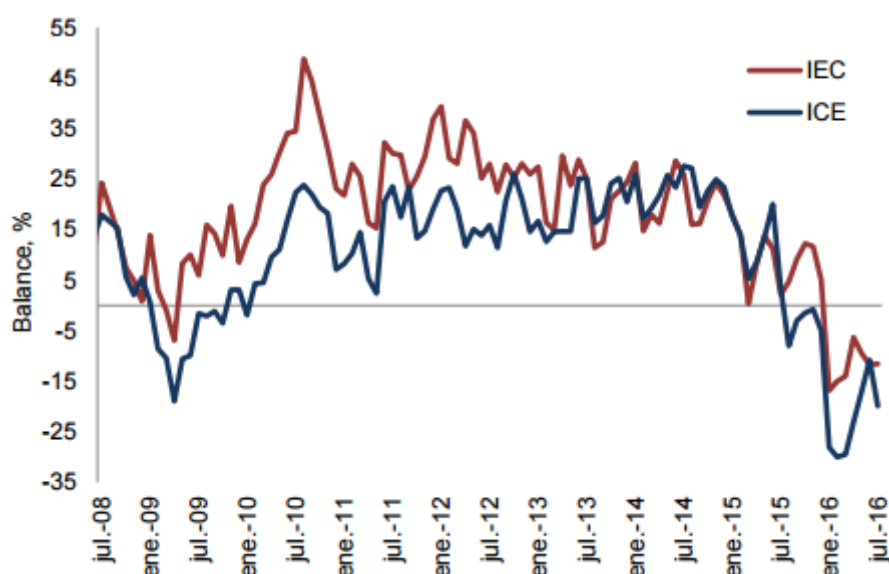
\* Julio de 2016

Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) - Fedesarrollo.

**Índice de condiciones económicas:** El ICC reúne cinco componentes: tres de ellos hacen alusión a las expectativas de los hogares a un año vista y dos hacen referencia a la percepción frente a la situación económica actual. Con los tres primeros se construye el Índice de Expectativas del Consumidor (IEC) y con los dos restantes el Índice de Condiciones Económicas (ICE) (Gráfico 7). Como indica el gráfico 8, desde mayo del año pasado, la tendencia del ICE tiende a ser negativo. El deterioro del ICC con respecto a junio se explica por una caída de 9,1 pps en el indicador de condiciones económicas, mientras que el indicador de expectativas se mantuvo prácticamente inalterado. Con relación a julio del año anterior, ambos componentes disminuyeron, el de expectativas en 13,7 pps y el de condiciones económicas en 23,2 pps (Gráfico 7). Con el resultado de este mes, el indicador de condiciones económicas revirtió parcialmente la tendencia ascendente de los últimos cuatro meses. (Fedesarrollo, 2016, pág. 3.).

Las expectativas negativas del consumidor y de las condiciones económicas es una amenaza para las empresas, porque suponen menores perspectivas de la economía y de sus ventas, desestimulando así la inversión.

Gráfico 8. Índice de Expectativas del Consumidor (IEC) e Índice de Condiciones Económicas (ICE). Colombia a 2016\*.



\* Julio de 2016

Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) - Fedesarrollo.

**Expectativas de los hogares:** El ICC reúne cinco componentes, cuyo detalle se expone en el Cuadro 1. Los primeros tres hacen referencia a las expectativas de los hogares a un año vista, mientras que los otros dos hacen alusión a la percepción de los consumidores acerca de la situación económica actual. Con los tres primeros se construye el Índice de Expectativas del Consumidor (IEC) y con los dos restantes el Índice de Condiciones Económicas (ICE). La



disminución de las expectativas de los hogares es una amenaza para la expansión de las ventas de las empresas, dado que constituye menos expectativas de consumo.

Cuadro 1. Evolución de los Componentes del ICC (Balances entre respuestas favorables y desfavorables, %)

| Variable / Balance %                                                                                                                      | 2014  | 2015  | 2016  |       |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
|                                                                                                                                           | Julio | Julio | Junio | Julio |
| <b>Índice de Confianza del Consumidor - ICC</b>                                                                                           | 26,6  | 2,6   | -11,3 | -14,9 |
| <b>A. Índice de Expectativas del Consumidor - IEC</b>                                                                                     | 25,9  | 2,2   | -11,7 | -11,5 |
| -¿Dentro de un año a su hogar le estará yendo económicamente mejor?                                                                       | 49,0  | 37,3  | 22,1  | 21,7  |
| -Durante los próximos 12 meses vamos a tener buenos tiempos económicamente                                                                | 16,7  | -23,1 | -36,8 | -38,1 |
| -Dentro de 12 meses, ¿cree usted que las condiciones económicas del país en general estarán mejores?                                      | 12,0  | -7,7  | -20,2 | -18,3 |
| <b>B. Índice de Condiciones Económicas - ICE</b>                                                                                          | 27,6  | 3,3   | -10,8 | -19,9 |
| -¿Cree ud. que a su hogar le está yendo económicamente mejor o peor que hace un año?                                                      | 19,6  | 1,9   | -7,4  | -18,9 |
| -¿Cree ud. que este es un buen momento o un mal momento para que la gente compre muebles, nevera, lavadora, televisor, y cosas como esas? | 35,6  | 4,7   | -14,2 | -20,8 |

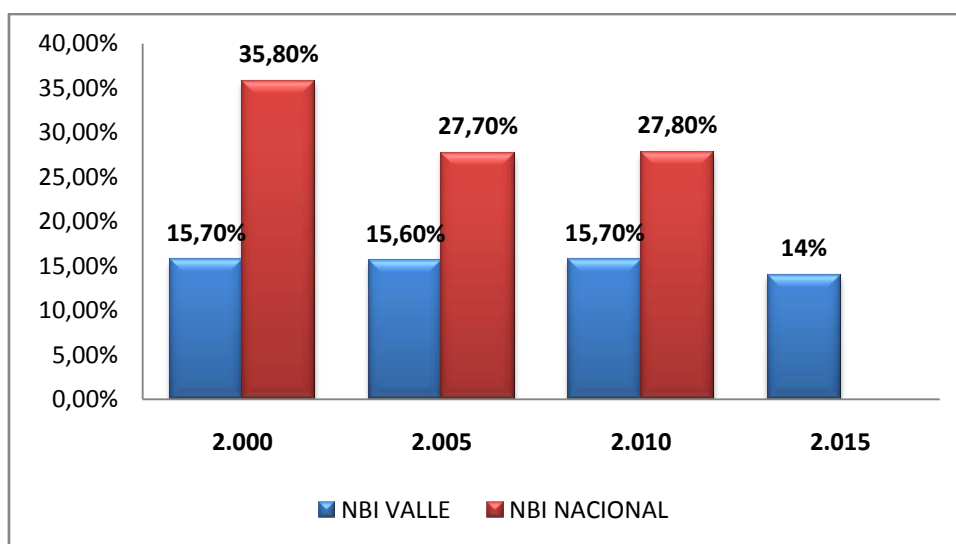
Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) - Fedesarrollo.

**Necesidades básicas insatisfechas:** Con relación al factor demográfico, en el Valle del Cauca el 86% de la población se encuentra concentrada en los centros urbanos o cabeceras municipales, mientras que el 14% se encuentra ubicado en otros centros poblados y en la zona rural. El 51.47% son mujeres y 48.53% hombres, con un índice de masculinidad de 94.29% que sugiere que existen 94,29 hombres por cada 100 mujeres. (Abadía, 2008, pág. 7) El 78% de los habitantes del Valle del Cauca se encuentran concentrados en las ciudades más grandes Cali,

Palmira, Buenaventura, Tuluá, Cartago, Buga y Yumbo; donde a su vez el 90% de la población habita en la cabecera municipal, lo que le da la connotación de departamento predominantemente urbano.

Con relación a la pobreza en el Valle del Cauca, el NBI<sup>1</sup> presenta un nivel mucho más bajo que la Nación (ver gráfico 9). Para las empresas de la región vallecaucana es una **oportunidad** participar en un entorno en el cual la pobreza es relativamente menor, porque supone unas mejores condiciones para el empleo y el consumo de las personas.

Gráfico 9. NBI. Valle del Cauca y Colombia, 2000-2015.



Fuente: Planeación Departamental. Subsecretaría de Estudios Socioeconómicos, Valle del Cauca, 2011. Dato de 2015 obtenido en:

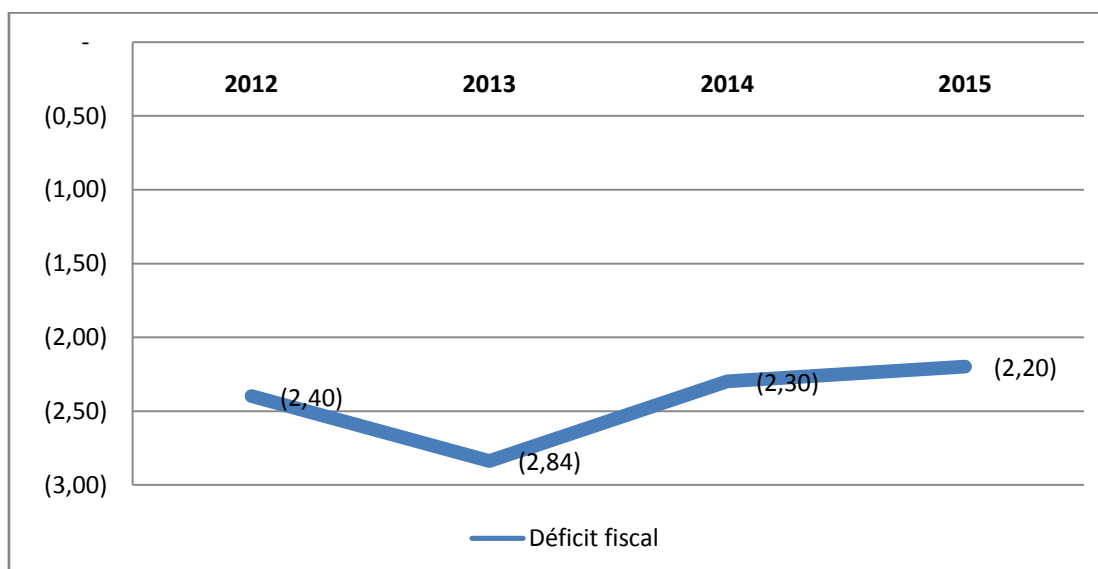
<https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/Inversiones%20y%20finanzas%20pblicas/Valle%20del%20Cauca%2015.pdf>

<sup>1</sup>El indicador de Necesidades Básicas Insatisfechas –NBI– se reconoce como una medida alternativa de pobreza; en ese sentido, este indicador considera como pobre –al hogar o persona que no tenga solucionada alguna de cinco necesidades definidas como básicas y como en miseria al hogar o persona que no tenga al menos dos necesidades resueltas.

### 7.1.3. Entorno político

**Balance fiscal:** En el gráfico 10 se presenta la evolución del déficit fiscal como porcentaje del PIB en Colombia, durante el periodo 2012-2015. Se aprecia que en términos generales, durante el periodo referenciado, el gobierno nacional presentó una situación de déficit fiscal, el cual se amplió principalmente en el año 2013 llegando al -2.8% del PIB, lo que indica que los ingresos tributarios son inferiores a los gastos públicos (inversión y sostenimiento del Estado). Sin embargo, el déficit fiscal ha venido reduciéndose paulatinamente y se proyectaba que para el 2015 sería de 2.2% del PIB. La situación del déficit fiscal genera amenazas para la economía en general, por ser un elemento desestabilizador del equilibrio macroeconómico y puede traer consecuencias en la carga tributaria si se incrementan los impuestos para corregirlo.

Gráfico 10. Balance fiscal como porcentaje del PIB.



\* Cifra proyectada por Ministerio de Hacienda 2015

Fuente: La Nota.com. Proyecciones económicas

#### 7.1.4. Entorno tecnológico

**Comercio electrónico:** El factor tecnológico hoy y hacia el futuro estará marcado en general por la informática, las telecomunicaciones, la automatización, la química fina y la genética y la biotecnología. Específicamente, el sector empresarial se ve influenciado por la informática y las telecomunicaciones, por cuenta del comercio electrónico, que presenta diversas ventajas. El comprador puede ver de manera rápida todo el escaparate electrónico y no tiene que ir tienda por tienda en busca del producto deseado. Se optimiza también el tiempo de atención al cliente, que no tiene que esperar largas colas para ser atendido. Por su parte, el vendedor también se beneficia, puesto que puede ofertar sus productos sin necesidad de mostrarlos físicamente al comprador.

El comercio electrónico es un factor que configura una importante oportunidad para el sector industrial y comercial, en su intento de crecimiento y expansión, dado que le permite darse a conocer en mercados más lejanos incluso los internacionales, utilizando las tecnologías de la información.

**Conectividad:** Un importante indicador del entorno tecnológico, corresponde al Índice de Disponibilidad de Red, en el cual Colombia pertenece al grupo de países con un desempeño superior a la media en términos de dicho índice, acuerdo con el Foro Económico Mundial – FEM, en su Reporte Global de Tecnologías de la Información 2016 (Baller, Dutta, and Lanvin, 2016). En el informe Colombia pasó de ocupar la posición 64 de 143 países incluidos en la muestra en el año 2015 a la posición 68 de 139 países en la medición de 2016, pero con el mismo puntaje, es decir, 4.1 en una escala de calificación de 1 a 7. (pág. 82) El indicador contiene cuatro bloques: entorno, disponibilidad, uso e impacto. De estos, las mejores posiciones se

presentan en el impacto, especialmente en el social, con una posición 43 entre 139 países, con una calificación de 4.7 en la misma escala de 1 a 7; en el bloque de uso, se destaca la utilización del gobierno, con una posición 31 entre 139 países y una calificación de 4.8; por su parte, en la disponibilidad, se destaca el pilar habilidades, con una calificación de 4.9 en la escala 1 a 7. De acuerdo a lo anterior, el factor tecnológico ofrece importantes oportunidades a las empresas en general, gracias a las posibilidades del comercio electrónico y la conectividad. Para el sector servicios en particular, estas oportunidades son mayores, debido a que la tecnología permite mejorar la comunicación con los clientes e incrementar la eficiencia en la gestión empresarial.

#### **7.1.5. Matriz de evaluación factor externo (EFE)**

Para evaluar las oportunidades y amenazas que se generan en el macroentorno nacional, a continuación se desarrolla la matriz EFE. Para esto se tiene en cuenta si se trata de una oportunidad mayor o menor, o una amenaza mayor o menor, según la siguiente escala de 1 a 4.

|                   |   |                      |   |   |
|-------------------|---|----------------------|---|---|
| Oportunidad mayor | = | 4; Oportunidad menor | = | 3 |
| Amenaza menor     | = | 2; Amenaza mayor     | = | 1 |

En el cuadro 2 se aprecia que son levemente más importantes las oportunidades con relación a las amenazas, lo que configura un entorno con una serie de oportunidades, pero también con diferentes riesgos provenientes de dichas amenazas, lo cual permite comprender que es un contexto relativamente complicado, con cierto grado de incertidumbre que puede afectar las decisiones de los empresarios del sector inmobiliario. La calificación final de 2.2, en una escala de 1 a 4 significa precisamente que existen amenazas en el entorno.

Dichas amenazas provienen principalmente del entorno económico, representadas por la inflación, las tasas de interés, la probabilidad de mayores impuestos, la devaluación del dólar que genera competencia entre otros.

Cuadro 2. Matriz de factores externos (EFE)

| FACTORES DETERMINANTES                               | PESO          | CALIFICACION | PESO PONDERADO |
|------------------------------------------------------|---------------|--------------|----------------|
| <b>Oportunidades</b>                                 |               |              |                |
| Dinámica de la economía (PIB)                        | 0,0676        | 4            | 0,27           |
| Disminución del desempleo en el Valle del Cauca      | 0,0670        | 3            | 0,20           |
| Concentración de la población en centros urbanos     | 0,0666        | 4            | 0,27           |
| Bajo porcentaje de la población vallecaucana con NBI | 0,0666        | 3            | 0,20           |
| Desarrollo tecnológico                               | 0,0666        | 3            | 0,20           |
| Beneficios de la conectividad                        | 0,0670        | 3            | 0,20           |
| Ventajas que ofrece el comercio electrónico          | 0,0660        | 3            | 0,20           |
| <b>Total Oportunidades</b>                           | <b>0,4674</b> |              |                |
| <b>Amenazas</b>                                      |               |              |                |
| Déficit fiscal persistente                           | 0,0670        | 1            | 0,07           |
| Disminución de la confianza del consumidor           | 0,0670        | 1            | 0,07           |
| Incremento de los precios al consumidor              | 0,0660        | 1            | 0,07           |
| Incremento de la tasa de interés                     | 0,0660        | 1            | 0,07           |
| Devaluación del peso frente al dólar                 | 0,0670        | 2            | 0,13           |
| Mayores impuestos a las empresas                     | 0,0670        | 1            | 0,07           |
| Menores expectativas de consumo de los hogares       | 0,0660        | 2            | 0,13           |
| Salario mínimo                                       | 0,0666        | 1            | 0,07           |
| <b>Total amenazas</b>                                | <b>0,5326</b> |              |                |
| <b>TOTAL</b>                                         | <b>1,0000</b> |              | <b>2,20</b>    |

Fuente: elaboración propia

## **7.2. Situación del sector actividades inmobiliarias**

Según un artículo de Fenalco Antioquia (2015), se destaca la importancia de la actividad inmobiliaria por su gran impacto para la economía colombiana por la generación de empleo y de valor agregado. Las empresas inmobiliarias aportan 1.702.000 empleos en el país y el valor agregado de este Sector en Colombia ascendió en 57,7 billones de pesos corrientes en 2014.

La evolución de su crecimiento real ha sido positiva y estable en los últimos 10 años, moviéndose alrededor del 3%, comportamiento que se mantiene en las cifras publicadas en el primer trimestre de 2015, en las que el DANE evidencia que el sector servicios inmobiliarios y alquiler de vivienda presentó un aumento de 3.1% al compararlo con el mismo período de 2014.

Según el artículo referenciado, una gran mayoría de los hogares en Colombia tienen vivienda propia, 45.6%, mientras que en arriendo vive un 36.2%. Antioquia supera el porcentaje con vivienda propia, 50.2%, mientras que Bogotá y el Valle del Cauca cuentan con un porcentaje más alto de hogares pagando arriendo, 46.2% y 44.5%, respectivamente. En Medellín y su área metropolitana se construyen 11.41 viviendas por cada 1.000 habitantes.

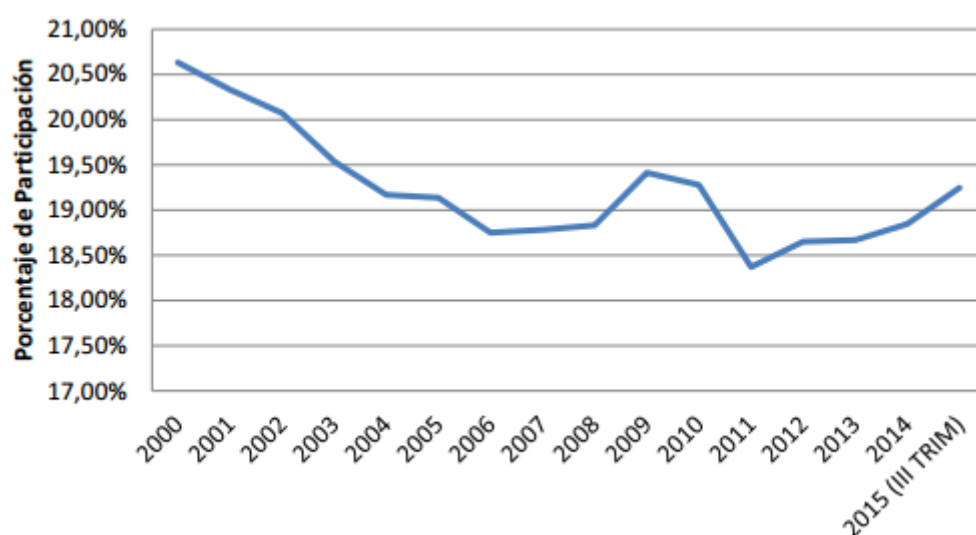
La actividad inmobiliaria, más allá del sector de la construcción de edificaciones con el que está estrechamente relacionada, también desarrolla una amplia variedad de actividades económicas como los seguros, la venta minorista de artículos de ferretería y materiales de construcción, la decoración, los servicios de mantenimiento, reparación y pintura de edificaciones, la venta de electrodomésticos y muebles y toda la gama de servicios de administración, vigilancia y jardinería, entre otros.

### **7.2.1. Situación económica del sector actividades inmobiliarias en Colombia**

En Colombia, por efectos de las cuentas nacionales manejadas por el DANE, el sector se encuentra agregado a los servicios en establecimientos financieros, seguros, actividades

inmobiliarias y servicios a las empresas. La participación de este sector sobre el cálculo del PIB, ha tenido un comportamiento variado con algunas alzas y bajas durante los últimos 15 años; aunque en el periodo comprendido entre el año 2011 y 2015 ha tenido un comportamiento positivo; pasó de representar el 18.37% en el año 2011 al 18.85% y 19.25% en los años 2014 y 2015 respectivamente (Unidad Nacional de Protección, 2016)

Gráfico 11. Participación del sector sobre el PIB.



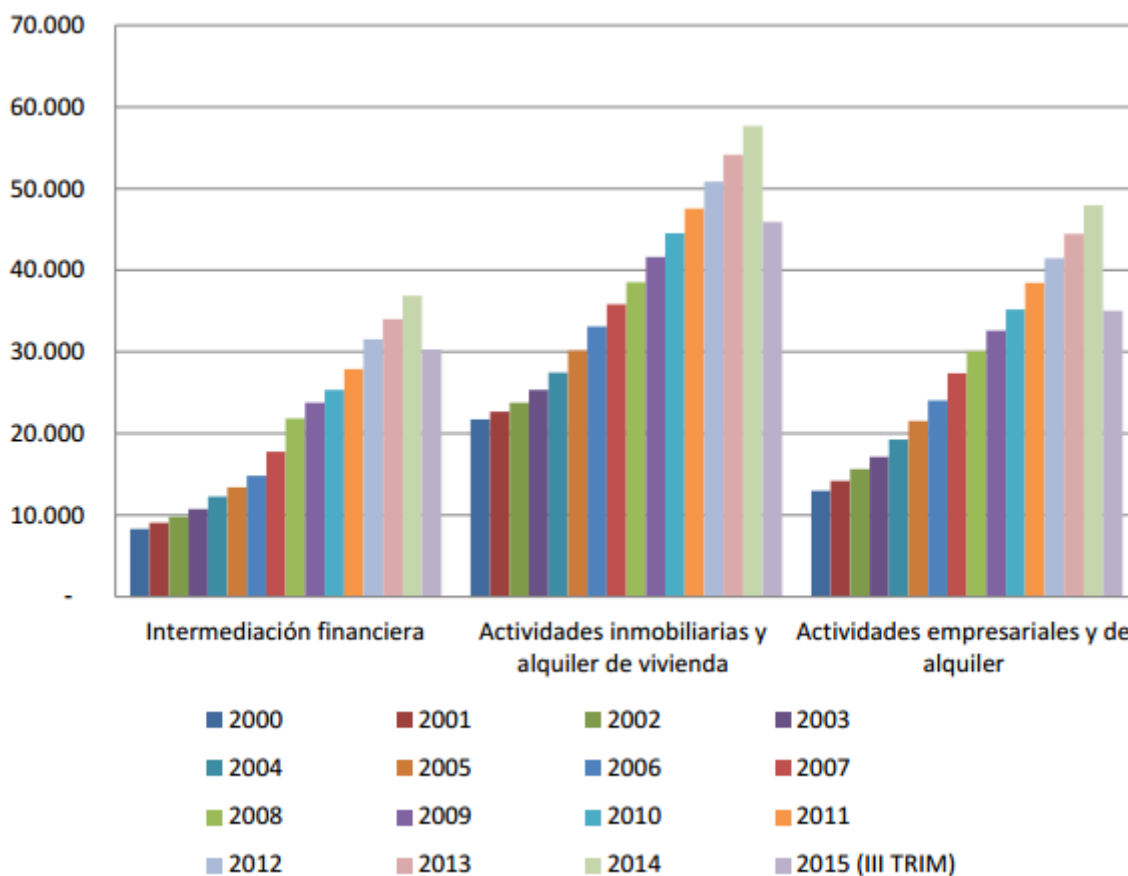
Fuente: Unidad Nacional de Protección. 2016

Al desagregar el sector de Establecimiento Financieros, Seguros, Actividades Inmobiliarias y servicios a las empresas, se encuentra que el mayor peso en este lo tienen las Actividades inmobiliarias y alquiler de viviendas y el menor peso lo tiene la intermediación financiera; esto según el DANE; manteniendo esta relación en los últimos 15 años.

En el gráfico 12 se puede observar la importancia del sector actividades inmobiliarias en Colombia, así como su dinámica de crecimiento experimentado en el periodo 2000-2015 (III Trimestre).



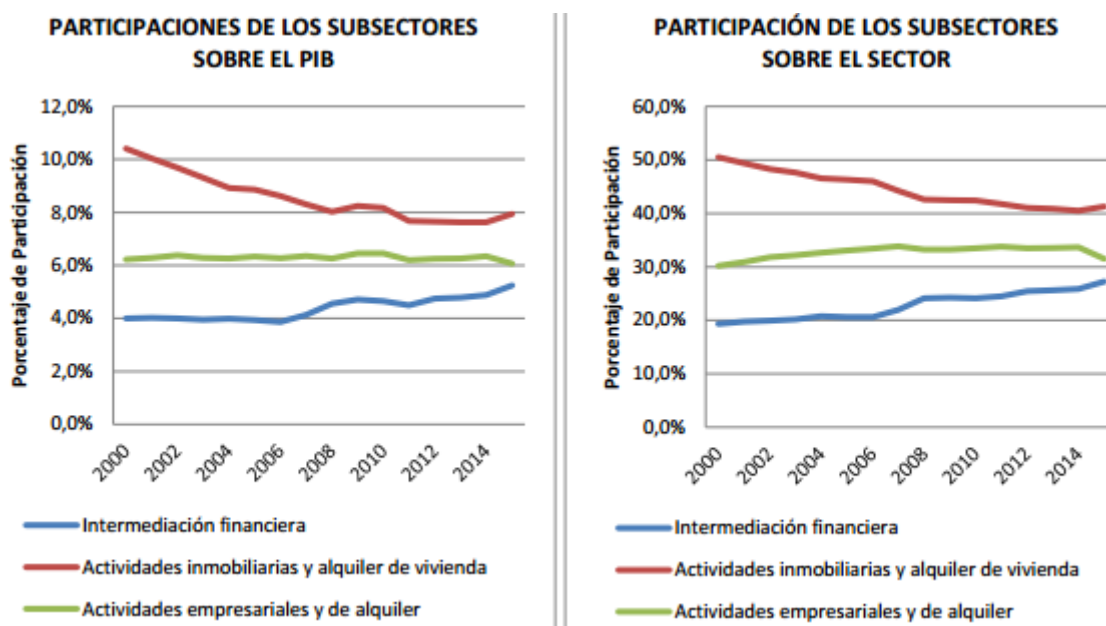
Gráfico 12. Sector: Establecimientos financieros, seguros, actividades inmobiliarias y servicios a las empresas. Millones de pesos.



Fuente: Unidad Nacional de Protección. 2016

Con relación a la participación en el PIB y en el sector, en el gráfico 13 se aprecia que las actividades inmobiliarias y alquiler de vivienda presentan los porcentajes más elevados en ambos ítems. Sin embargo, llama la atención la pérdida de participación a lo largo de los años dos mil, pasando de cifras mayores al 10% a niveles inferiores del 8% en cuanto su participación frente al PIB, y del 50% a valores cercanos al 40% respecto al sector.

Gráfico 13. Participación por subsectores sobre el PIB y sobre el sector. Porcentajes



Fuente: Unidad Nacional de Protección. 2016

### 7.2.2. Perspectivas del sector

Según la Revista Dinero (2016), el año 2016 trae grandes oportunidades para el sector actividades inmobiliarias del país, debido a la llegada de inversionistas extranjeros, prevén las empresas que se dedican a la venta o arriendo de inmuebles. A pesar de la fuerte devaluación del peso y la caída en los precios de los commodities que ha afectado a diversos sectores de la economía, la situación es distinta para los empresarios inmobiliarios, que han visto cómo esta actividad comienza a ganar una dinámica que no se veía hace años.

Este cambio de tendencia se refleja no sólo en el volumen de negocios, que crecía 7% hasta el cierre de septiembre, sino también en el empleo. De acuerdo con el Dane, en el tercer trimestre del año las actividades inmobiliarias generaban empleo para 1,6 millones de colombianos, y conjuntamente con los empleos generados en la construcción, representaron 13,7% del empleo total del país, según el ministro de Vivienda, Luis Felipe Henao, y aportaron 30% de los nuevos empleos del último año.

En la actual coyuntura el sector tiene muchas oportunidades, pues pese al ajuste económico por el lado mineroenergético, en la industria inmobiliaria las cosas van bien. En el caso de los estratos 1 y 2 se mantiene la dinámica inducida por las políticas de vivienda del Gobierno, mientras en los estratos 3 y 4 los estímulos a la tasa de interés y la mejora en el ingreso generan optimismo. Solo en el estrato 6, y particularmente en Bogotá, se nota un menor dinamismo.

## **8. Comportamiento de los inductores de valor de las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá en el período 2014-2015**

Para la realización del diagnóstico financiero se utilizan los indicadores relacionados con los inductores de valor, como son el EBITDA, margen EBITDA, productividad del capital de trabajo, palanca de crecimiento y EVA.

El EBITDA es la utilidad operativa que se calcula antes de descontar las depreciaciones y amortizaciones. Al aislar las depreciaciones y amortizaciones del costo de ventas y los gastos de administración y ventas, quedarían los costos y gastos que implican desembolso de efectivo y por lo tanto el EBITDA podría definirse como la diferencia entre los ingresos (o ventas) y los costos y gastos que implican desembolso de efectivo (García, 2003, pág. 180)

La existencia del EBITDA proporciona otro concepto de margen de utilidad, el cual se denomina margen EBITDA y resulta de dividir esta utilidad entre las ventas del periodo. Su interpretación se relaciona con los centavos que por cada peso de ingresos se convierten en caja con el propósito de atender el pago de impuestos, apoyar las inversiones, cubrir el servicio a la deuda y repartir utilidades, por lo tanto, debe entenderse como un indicador de eficiencia operacional. (García, 2003, pág. 182)

Por su parte, la productividad del capital de trabajo, es un inductor operativo que permite determinar si la empresa está aprovechando los recursos comprometidos en capital de trabajo para generar valor agregado para los propietarios; se calcula de la siguiente forma: (García, 2003, pág. 187).

$$PKT = \frac{Ventas}{KTNO}$$

PKT = Productividad del capital de trabajo

KTNO = Capital de trabajo neto operativo

Se supone que mientras una empresa pueda vender la mayor cantidad de pesos con relación a su capital de trabajo neto operativo, más eficiente será la operación y por lo tanto mayor la generación de FCL (Flujo de Caja Libre).

Una mejor forma de expresar el indicador consiste en utilizar el inverso de la medida, que será la forma que se utilizará en el presente estudio:

$$PKT = \frac{KTNO}{Ventas}$$

Por lo tanto, si el índice de productividad se expresa como la relación entre el capital de trabajo y las ventas, se interpretaría como la cantidad de centavos que se requieren en capital de trabajo por cada peso que la empresa vende. En este sentido, la eficiencia en la administración del capital de trabajo resulta de mantener una cifra lo más pequeña posible.

Para el cálculo del KTNO se utiliza la siguiente expresión:

$KTNO = KT \text{ Operativo} - \text{Cuentas x pagar}$

A su vez:

$KT \text{ Operativo} = \text{Cuentas x Cobrar} + \text{Inventario}$

El concepto de Palanca de Crecimiento - PDC, desarrollado por Oscar León García y que se presenta en su libro "Valoración de Empresas, Gerencia del Valor y EVA", permite a la gerencia determinar qué tan atractivo es crecer a partir de la observación de la relación entre la estructura de ingresos y costos y la estructura de capital de trabajo de la empresa.

La estructura de ingresos y costos se refleja en el indicador "Margen EBITDA" o "Margen de Caja" que se entiende como los centavos que por cada peso de ventas quedan disponibles para pagar impuestos, atender el servicio a la deuda, reponer el capital de trabajo, apoyar las

inversiones en activos fijos y repartir utilidades a los propietarios. La estructura de capital de trabajo se refleja en el indicador "Productividad del Capital de Trabajo", PKT, que refleja los centavos que deben ser invertidos en capital de trabajo neto operativo por cada peso de ventas.

Cuando el Margen EBITDA es menor que la PKT se presenta un desbalance estructural de la caja en el sentido en que cualquier peso que crezcan las ventas de la empresa demandará caja en vez de liberarla, situación que permite concluir que en esas condiciones no sería atractivo crecer. Si bien crecer con PDC desfavorable (menor que 1), no necesariamente lleva a la empresa a sufrir crisis de liquidez, también es cierto que hacerlo en esas condiciones poco valor agrega al patrimonio de los accionistas.

### **8.1. EBITDA**

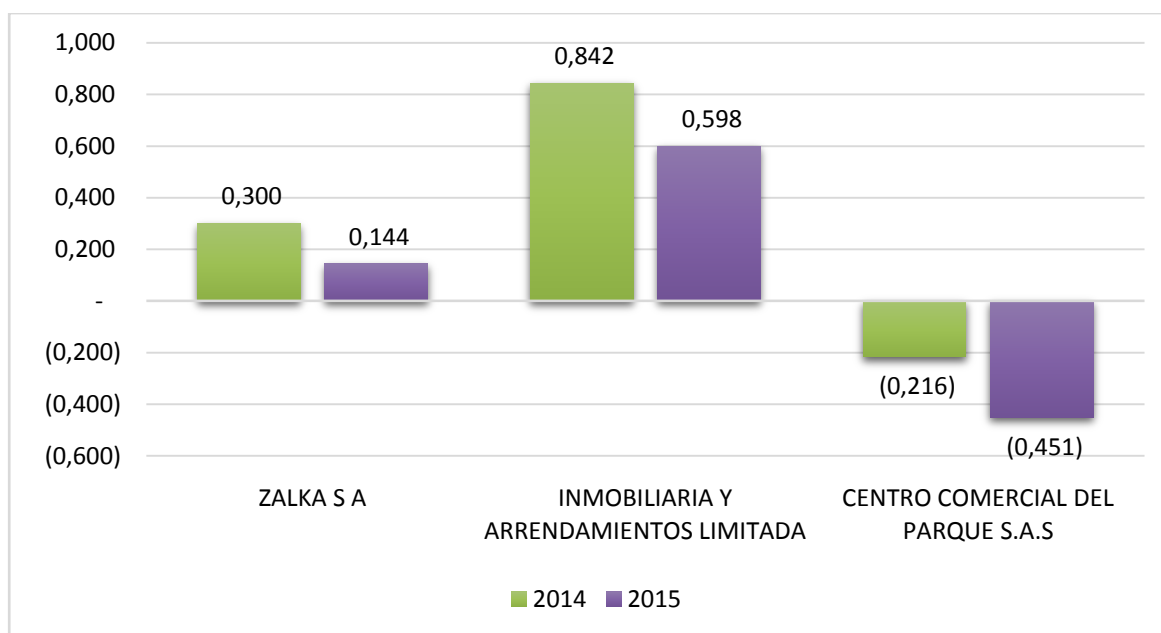
En el cuadro 3 se presenta el resumen del cálculo para las empresas de la muestra. En el Anexo A se exponen los cálculos realizados por empresa. En términos generales, lo que el Ebitda indica son las ganancias o la utilidad obtenida por una empresa, sin tener en cuenta los gastos financieros, los impuestos y demás gastos contables que no implican salida de dinero en efectivo, como las depreciaciones y las amortizaciones. En otras palabras, el Ebitda se concentra en la parte operativa del negocio, es decir, en la actividad propia de la empresa, por lo tanto, es lo que realmente se debe gestionar, porque responde a la naturaleza por la cual fue creada la organización. Según la información obtenida, las empresas de la muestra obtienen márgenes EBITDA positivos a lo largo del período, excepto el Centro Comercial del Parque S.A.S., empresa que registra un EBITDA negativo.

Cuadro 3. Cálculo del margen EBITDA. Valores en porcentajes. 2014-2015

| <b>MARGEN EBITDA</b>                   | <b>2014</b> | <b>2015</b> |
|----------------------------------------|-------------|-------------|
| ZALKA S A                              | 0,300       | 0,144       |
| INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LIMITADA | 0,842       | 0,598       |
| CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S      | (0,216)     | (0,451)     |

Fuente: cálculo de las autoras con base a estados financieros de las compañías.

Gráfico 14. Margen EBITDA. Valores en porcentajes. 2014-2015



Fuente: gráfico de las autoras.

En el gráfico anterior se aprecia que ninguna de las empresas de la muestra presenta mejoramientos del margen EBITDA en el período 2014-2015. Profundizando el análisis de estas cifras de acuerdo a los datos financieros presentados en el Anexo A, se puede inferir que uno de los principales drivers que ocasionaron este comportamiento fueron los costos operativos, ya que todas las empresas mostraron disminución de la utilidad operativa, lo que evidencia que el control de los costos de ventas y los gastos operacionales no estuvo acorde con el comportamiento de las ventas; en el caso de la empresa Zalka S.A., presenta disminución de sus

ventas en -6.7%, la Inmobiliaria y Arrendamientos Ltda. no tuvo crecimiento de sus ingresos operacionales, mientras que el Centro Comercial del Parque S.A.S., a pesar de que mostró un incremento de sus ventas, no compensó el crecimiento de los costos y gastos, dando como resultado un deterioro de la utilidad operativa. Por lo tanto, el comportamiento del EBITDA de estas organizaciones indica que sus decisiones no han sido consecuentes con una apropiada gestión del margen EBITDA.

## **8.2. Productividad del capital**

Para el cálculo de la productividad del capital, en primer lugar se calcula el capital de trabajo neto operativo (KTNO). La eficiencia en la administración del capital de trabajo resulta de mantener una cifra lo más pequeña posible. Estos cálculos se presentan en el Anexo B.

En el cuadro 4 se observan los resultados del cálculo de la productividad del capital de trabajo, como la relación entre KTNO y Ventas ( $PKT = KTNO/Ventas$ ), lo que significa según las cifras, que para la empresa Zalka S.A., requería en el año 2014 alrededor de 24 centavos por cada peso que la empresa vendía, mientras que en el 2015 necesitó 34centavos, es decir, disminuyó su productividad. Caso contrario ocurre con el Centro Comercial del Parque S.A.S, empresa que en el 2014 requería 13 centavos por cada peso que vendía, mientras que para el 2015 sus requerimientos fueron de 10 centavos. Los mayores requerimientos de capital de trabajo se asocian a menores niveles de productividad, es decir, cuando el indicador se incrementa es signo de menor productividad, como pasa con Zalka S.A.

De acuerdo con los estados financieros de la empresa Inmobiliaria y Arrendamientos Ltda., no registra datos para calcular el capital de trabajo neto operativo, por ello no se obtiene el indicador respectivo.

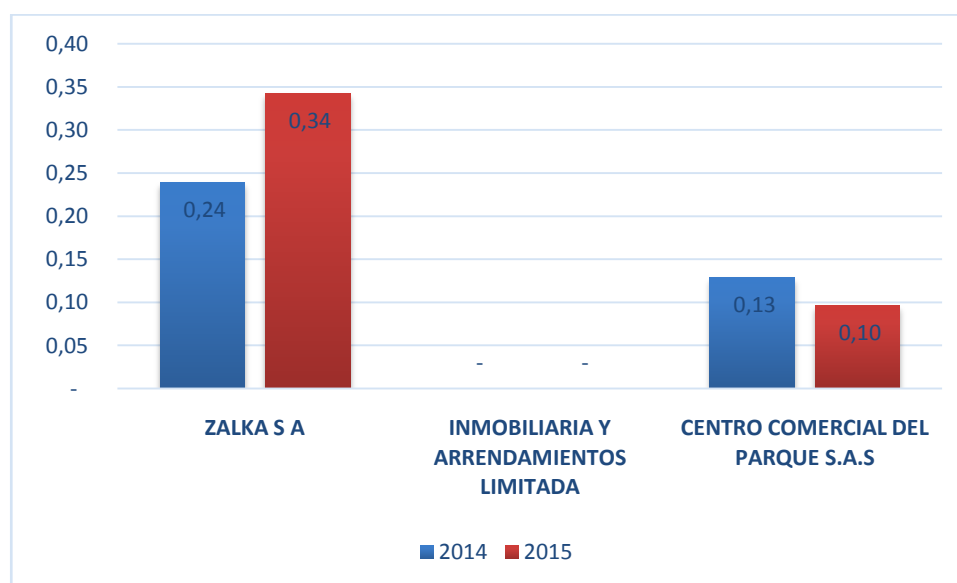


Cuadro 4. Cálculo de la productividad del capital de trabajo.

| <b>PKT</b>                             | <b>2014</b> | <b>2015</b> |
|----------------------------------------|-------------|-------------|
| ZALKA S A                              | 0,24        | 0,34        |
| INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LIMITADA | -           | -           |
| CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S      | 0,13        | 0,10        |

Fuente: cálculo de las autoras con base a estados financieros de las compañías.

Gráfico 15. Productividad del capital de trabajo.



Fuente: gráfico de las autoras.

De acuerdo a estos resultados contrarios, es importante profundizar en los drivers que ocasionaron estos comportamientos. Tomando como referencia la empresa Zalka S.A., se aprecia que es la de menor productividad, incluso ha desmejorado su situación particular, de la muestra es la que tiene mayores requerimientos de capital de trabajo para generar sus ventas. Este comportamiento se debe a que sus ventas decrecieron, mientras que la inversión en capital de trabajo creció, según las cifras que se presentan en el Anexo B. Esto significa que la

productividad desmejora en la medida que se es menos eficiente con el manejo del inventario y las cuentas por cobrar, en este sentido, se requiere incrementar las rotaciones de ambos activos corrientes.

En el caso de la empresa Centro Comercial del Parque S.A.S., se logra apreciar a través de las cifras del Anexo B., que el mejoramiento en la productividad del capital se debe a que sus ventas crecieron durante el período, pasando de 646.678 miles de pesos a 674.808 miles de pesos entre el año 2014 y 2015 respectivamente, mientras que su inversión en capital de trabajo neto operativo disminuyó de 83.554 miles de pesos a 65.397 miles de pesos en el mismo período.

### **8.3. Palanca de crecimiento**

A partir de los resultados anteriores, se puede conocer qué tan atractivo resulta para las empresas crecer, dadas las condiciones estructurales en términos financieros que posee la misma. El cálculo se realiza a través de la aplicación de la siguiente fórmula financiera: (Ver Anexo C para los cálculos a nivel empresa)

$$PDC = \frac{\text{Margen EBITDA}}{PKT}$$

De acuerdo a la anterior fórmula, se puede apreciar que la estructura de ingresos y costos se refleja en el indicador "Margen EBITDA" que se entiende como los centavos que por cada peso de ventas quedan disponible para pagar impuestos, atender el servicio a la deuda, reponer el capital de trabajo, apoyar las inversiones en activos fijos y repartir utilidades a los propietarios. Por su parte, la estructura de capital de trabajo se refleja en el indicador "Productividad del

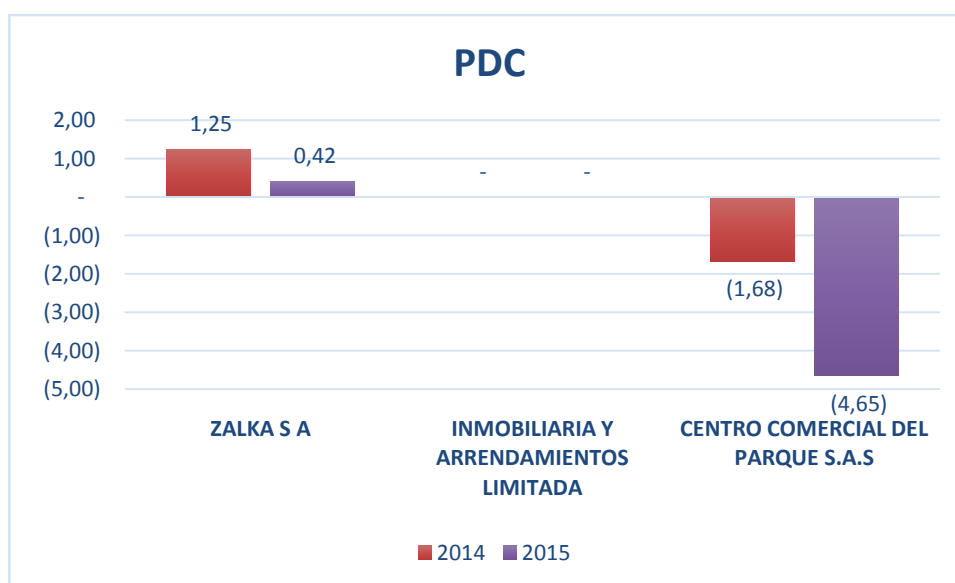
Capital de Trabajo", PKT, que refleja los centavos que deben ser invertidos en capital de trabajo neto operativo por cada peso de ventas. En el cuadro 5 se presentan los resultados de la palanca de crecimiento para las empresas del estudio.

Cuadro 5. Palanca de crecimiento

| PDC                                    | 2014   | 2015   |
|----------------------------------------|--------|--------|
| ZALKA S A                              | 1,25   | 0,42   |
| INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LIMITADA | N.D.   | N.D.   |
| CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S      | - 1,68 | - 4,65 |

Fuente: cálculos de las autoras

Gráfico 16. Palanca de crecimiento.



Fuente: gráfico de las autoras.

Cuando el Margen EBITDA es menor que la PKT se presenta un desbalance estructural de la caja en el sentido en que cualquier peso que crezcan las ventas de la empresa demandará caja en vez de liberarla, situación que permite concluir que en esas condiciones no sería atractivo crecer.

Si bien crecer con PDC desfavorable (menor que 1), no necesariamente lleva a la empresa a sufrir crisis de liquidez, también es cierto que hacerlo en esas condiciones poco valor agrega al patrimonio de los accionistas. Este es el caso de la empresa Centro Comercial del Parque S.A.S., la cual presenta a lo largo del período palanca desfavorable, es decir, menor a uno, mientras que Zalka S.A. pasó de tener una situación favorable en el año 2014, cuando poseía una palanca de 1.25 a una desfavorable en el año 2015, reduciéndose a 0.42.

#### 8.4. Productividad del activo fijo

Este inductor operativo da una idea de la forma como es aprovechada la capacidad instalada en el proceso de generar valor para los propietarios y su forma de cálculo corresponde a la del indicador tradicional de rotación de activos fijos. En el Cuadro 6 se presentan los resultados para cada empresa, en el Anexo D, los cálculos que sustentan estos resultados.

Se aprecia que todas las empresas de la muestra presentan bajas rotaciones del activo fijo, inferiores a uno, mostrando poca eficiencia en este sentido, es decir, baja capacidad de generar ventas a partir de la inversión en los activos fijos.

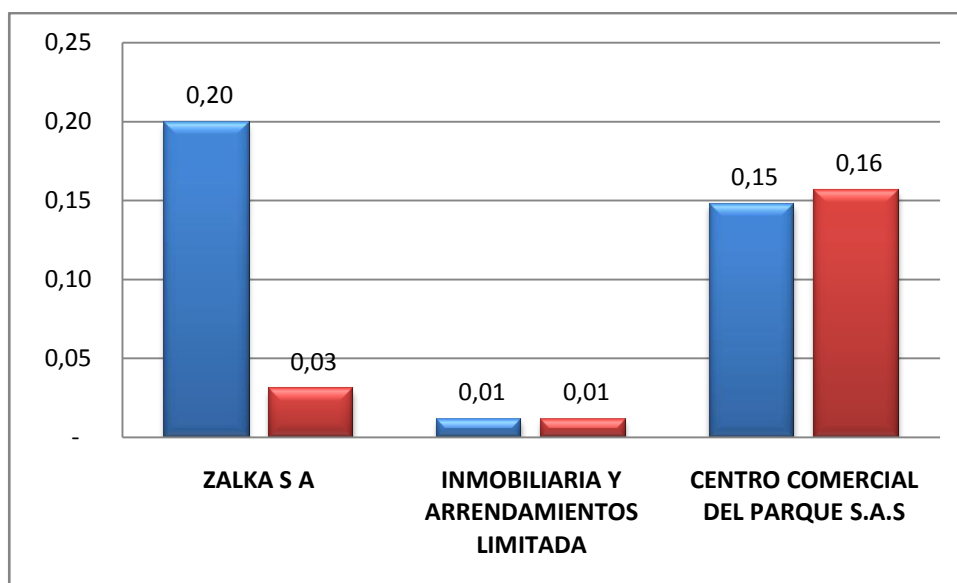
En el caso de Zalka S.A., se observa que a pesar de la mayor inversión en activos fijos en el período 2014-2015, sus ventas se deterioraron pasando de 512.674 miles de pesos a 478.257 miles de pesos. Por esta razón la productividad del activo fijo disminuyó considerablemente.

Cuadro 6. Productividad del activo fijo.

| Productividad del activo fijo          | 2014 | 2015 |
|----------------------------------------|------|------|
| ZALKA S A                              | 0,20 | 0,03 |
| INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LIMITADA | 0,01 | 0,01 |
| CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S      | 0,15 | 0,16 |

Fuente: cálculo de las autoras con base a estados financieros de las compañías.

Gráfico 17. Productividad del activo fijo.



Fuente: gráfico de las autoras.

La inmobiliaria y Arrendamiento Ltda. presenta unos ingresos que no han variado en el período, mientras que la inversión en activos fijos creció levemente, razón por la cual su productividad permaneció casi en el mismo nivel.

Por su parte, la empresa Centro Comercial del Parque S.A.S., muestra un crecimiento de las ventas en el período de 646.678 miles de pesos a 674.808 miles de pesos, mientras que la inversión en activos fijos disminuyó en el 2015, situación que propició la leve mejoría del indicador en este período.

## **9. Verificación del cumplimiento del objetivo básico financiero de las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá en el período 2014-2015**

Luego de realizar el diagnóstico financiero a partir de los inductores de valor, es necesario verificar a través del método EVA el cumplimiento del objetivo básico financiero de las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá en el período 2014-2015.

El EVA es un inductor que permite conocer si las empresas están generando o destruyendo valor, a partir de la relación entre la UODI y el cargo de capital, expresado como el costo de utilización de los activos netos de operación. A continuación se exponen los cálculos de la UODI, los activos netos de operación y el costo del capital, necesarios para calcular el EVA de cada una de las empresas en estudio, teniendo como base la siguiente fórmula:

$$\text{EVA} = \text{UODI} - (\text{Activos netos de operación} \times \text{Costo de capital})$$

De acuerdo con esta fórmula, una empresa generará valor siempre y cuando sus utilidades operativas sean superiores al cargo de capital (Activos netos de operación x Costo de capital), o dicho de otra forma, que el costo de utilización de los activos no sea superior a la UODI.

### **9.1. ZALKA S.A.**

#### **9.1.1. Cálculo de la UODI**

El análisis del EVA se concentra en la parte operacional de la organización, dado que el interés es determinar si la empresa genera valor a partir del desarrollo de su actividad específica, particular por su naturaleza, factor que se relaciona en el ámbito operacional. En este sentido

cabe recordar que es posible generar utilidades netas a partir de la estructura no operacional de una empresa, sin embargo, estas acciones no hacen parte de la verdadera naturaleza de ellas, como por ejemplo la venta de un activo en un periodo determinado de tiempo, que se convierte en un ingreso no operacional pero no responde a la verdadera actividad de una empresa. Es por esto que se calcula la UODI, para conocer si se está generando utilidad operacional o no.

En este cálculo se tiene en cuenta entonces la estructura operacional de la organización, así como la tasa impositiva, que en este caso se utiliza la tasa de impuesto de renta más el impuesto CREE (25% + 9%). En el cuadro 7 de la siguiente página se puede observar que para el caso específico de Zalka S.A., se presentó una situación de generación de utilidades operativas en el período de estudio, sin embargo, para el año 2015 disminuyeron -18.7%, lo cual se explica por el comportamiento de las ventas, que decrecieron -6.7% en el período, mientras que los costos de ventas se incrementaron 53.7%. Por lo tanto, a pesar de que en esta empresa disminuyeron los gastos de administración, no alcanzó a compensar el incremento de los costos de ventas, ni mucho menos el deterioro de las ventas.

Cuadro 7. Utilidades Operacionales de ZALKA S.A. 2014-2015

|                                                                     | 2014          | 2015          | Var. %        |
|---------------------------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Ventas netas                                                        | 512.674       | 478.257       | -6,7%         |
| (-) Costo de las Ventas                                             | 153.180       | 235.385       | 53,7%         |
| Utilidad Bruta                                                      | 359.494       | 242.872       | -32,4%        |
| (-) Gastos de administración                                        | 274.931       | 174.159       | -36,7%        |
| (-) Gastos de Ventas                                                | -             | -             | -             |
| <b>Utilidad operativa</b>                                           | <b>84.563</b> | <b>68.713</b> | <b>-18,7%</b> |
| UODI = UAII (1-t)                                                   |               |               |               |
| UAII = Utilidad antes de intereses e impuestos o utilidad operativa |               |               |               |
| t = impuestos                                                       | 34%           | 34%           | 0,0%          |
| <b>UAII</b>                                                         | <b>84.563</b> | <b>68.713</b> | <b>-18,7%</b> |
| (1-t)                                                               | 66%           | 66%           | 0,0%          |
| <b>UODI</b>                                                         | <b>55.812</b> | <b>45.351</b> | <b>-18,7%</b> |

Fuente: cálculos con base a estados financieros de ZALKA S.A.

### 9.1.2. Cálculo del activo neto de operación

Continuando con los cálculos para llegar al EVA, el siguiente componente corresponde a los activos netos de operación, es decir, aquellos activos que están involucrados específicamente en la operatividad de la empresa, distinguiéndose dos rubros: el capital de trabajo neto operativo y los activos fijos netos de operación. En el cuadro 8 se presentan los resultados de estos cálculos para la empresa Zalka S.A. en el período 2014 y 2015.

Se puede observar que la empresa incrementó su inversión en activos netos operacionales, en el período 2014-2015 en un 2.9%, especialmente por la inversión en capital de trabajo neto operativo, lo que significa que utilizó mayores recursos en el año 2015, sin embargo, como se veía anteriormente, la UODI disminuyó, es decir, a pesar de incrementar la inversión en activos operacionales, esto no se tradujo en mayores utilidades, pues incluso las ventas decrecieron.

Cuadro 8. Cálculo del activo neto de operación de ZALKA S.A.2014-2015

|                                                   | 2014             | 2015             |
|---------------------------------------------------|------------------|------------------|
| <b>KTNO</b>                                       | <b>122.648</b>   | <b>163.911</b>   |
|                                                   |                  |                  |
|                                                   |                  |                  |
| <b>Cálculo del AFNO</b>                           | <b>2014</b>      | <b>2015</b>      |
| Propiedades, planta y equipo neto                 |                  |                  |
| AFNO                                              | 1.238.636        | 1.237.184        |
|                                                   |                  |                  |
| <b>Cálculo del ANO (Activo Neto de Operación)</b> | <b>2014</b>      | <b>2015</b>      |
| KTNO                                              | 122.648          | 163.911          |
| AFNO                                              | 1.238.636        | 1.237.184        |
| <b>ANO</b>                                        | <b>1.361.284</b> | <b>1.401.095</b> |

Fuente: cálculos con base a estados financieros de ZALKA S.A.



### 9.1.3. Cálculo del costo promedio ponderado del capital

El siguiente paso que conducirá al cálculo del EVA para ZALKA S.A., consiste en estimar el costo promedio ponderado del capital. Utilizando lo planteado en el marco teórico, se realizan estos cálculos, teniendo en cuenta que la empresa se financia con deuda financiera y patrimonio. Dado que no se disponen de las notas a los estados financieros, se tuvo en cuenta el costo de la tasa de interés activa para el cálculo de los pasivos financieros. Además, estos se ajustaron teniendo en cuenta los impuestos  $(34\%) = \text{costo del pasivo} \times (1-t)$ . La provisión para impuesto sobre la renta se calcula a la tasa oficial del  $25\% + 9\%$  del CREE en 2014 y 2015, por el método de causación, sobre la mayor entre la renta presuntiva o la renta líquida fiscal.

Con relación al costo del patrimonio, es la tasa de retorno que los inversionistas requieren para hacer una inversión en la empresa. Para este costo se utilizó la fórmula siguiente correspondiente al modelo CAPM:

$$K_e = R_f + [(R_m - R_f) \beta] + R_p$$

En el cuadro 11 se presentan los resultados, utilizando este modelo que permite comprender la relación entre los riesgos existentes en el mercado y la rentabilidad mínima exigida por los inversionistas. El modelo CAPM tiene en cuenta los diferentes tipos de riesgo, como son la prima de mercado, el riesgo país y el riesgo sistemático ( $\beta$ ) asociado a cada actividad particular, en este caso se tomó como referencia el sector Bienes Raíces (operaciones y servicios). La suma de estas magnitudes constituyen la rentabilidad mínima que existe el inversionista, es decir, la rentabilidad está en función del nivel de riesgo. Como se puede observar en el cuadro 11, los

niveles de riesgo se incrementaron entre el año 2014 y 2015, situación que implicó un crecimiento del costo de financiación a través del patrimonio.

Cuadro 9. Cálculo del costo del patrimonio.

|                                            | 2014         | 2015         |
|--------------------------------------------|--------------|--------------|
| Rf = Tasa libre de riesgo                  | 2,92         | 3,45         |
| Rm = Rendimiento del mercado               | 7,12         | 8,07         |
| (Rm – Rf) = Prima de riesgo de mercado= MP | 4,20         | 4,62         |
| $\beta$ = Beta                             | 4,76         | 4,55         |
| Rp = Riesgo país                           | 3,00         | 3,30         |
| <b>Ke = COSTO DEL PATRIMONIO</b>           | <b>25,91</b> | <b>27,77</b> |

Fuente: cálculos con base a estados financieros de ZALKA S.A.

**Fuentes de información:**

|                                                                    |                                                                                                                                                                     |
|--------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Rf = Tasa libre de riesgo                                          | US Federal Reserve (FRB-H15)                                                                                                                                        |
| Rm = Rendimiento del mercado                                       | <a href="http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/">http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/</a>                                                                           |
| (Rm – Rf) = Prima de riesgo de mercado= MP                         | <a href="http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html">http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html</a> |
| $\beta$ = Beta (Unlevered Beta, Real Estate (Operations&Services)) | <a href="http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.html">http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.html</a> |
| Rp = Riesgo país (Country Risk Premium, Colombia)                  | <a href="http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/">http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/</a>                                                                           |

Entonces, teniendo el costo del pasivo, estimado con la tasa de interés activa, descontado las tasas de impuestos, así como el costo del patrimonio, se procede a calcular el costo del capital, utilizando la fórmula siguiente:

$CPPC = Ke (1 - L) + Ki (1-t) L$ ; dónde:

CPPC = Costo promedio ponderado del capital

Ke = Costo del patrimonio

Ki = Costo de la deuda (corresponde a la tasa de interés bancario corriente para créditos de consumo y ordinario, efectivo anual: promedio **2014: 19.45%** y **2015: 19.29%**, obtenida en la Superintendencia Financiera de Colombia, recuperado de: <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/index.jsf>; cabe aclarar que se decidió trabajar con esta tasa de interés dada la dificultad para acceder al costo de financiación bancario de cada empresa, por ser información

confidencial. Por lo tanto, el costo de la deuda correspondiente a la tasa de interés bancario se aplicó por igual a cada una de las empresas de la muestra.

$L$  = Coeficiente de endeudamiento (deuda con costo explícito/ activo neto operacional).

$t$  = Tasa nominal de tributación en Colombia

En el cuadro 10 se presenta el costo de promedio ponderado del capital para Zalka S.A. en el año 2014, teniendo en cuenta la fórmula anterior, donde se presenta el costo de los pasivos y el patrimonio, así como la estructura financiera de la empresa, que finalmente determina el costo del capital, el cual asciende a 25.33% en este año referido.

Cuadro 10.Cálculo del Costo Promedio Ponderado del Capital para ZALKA S.A.2014

|                                  | 2014             |                    |             |               |
|----------------------------------|------------------|--------------------|-------------|---------------|
| Fuente                           | \$               | % de participación | Costo anual | Ponderación   |
| Préstamo CP                      | 97.346           | 4,4%               | 12,8%       | 0,6%          |
| Préstamo LP                      | -                | 0,0%               | 12,8%       | 0,0%          |
| Patrimonio                       | 2.099.580        | 95,6%              | 25,9%       | 24,8%         |
| <b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b> | <b>2.196.926</b> | <b>100,0%</b>      |             | <b>25,33%</b> |

Fuente: cálculos con base a estados financieros de ZALKA S.A.

En el cuadro 11, siguiendo la misma metodología, se calcula el costo del capital para el año 2015, teniendo en cuenta la estructura financiera que varió para dicho año y determinó que dicho costo creciera a 27.71%, dado que la empresa se financia principalmente a través de la cuenta de patrimonio, que resulta ser la fuente más costosa dada la situación de riesgos del mercado.

Cuadro 11.Cálculo del Costo Promedio Ponderado del Capitalpara ZALKA S.A.2015

|                                  | 2015              |                    |             |               |
|----------------------------------|-------------------|--------------------|-------------|---------------|
| Fuente                           | \$                | % de participación | Costo anual | Ponderación   |
| Préstamo CP                      | 60.423            | 0,4%               | 12,7%       | 0,1%          |
| Préstamo LP                      | -                 | 0,0%               | 12,7%       | 0,0%          |
| Patrimonio                       | 15.179.635        | 99,6%              | 27,8%       | 27,7%         |
| <b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b> | <b>15.240.058</b> | <b>100,0%</b>      |             | <b>27,71%</b> |

Fuente: cálculos con base a estados financieros de ZALKA S.A.

#### 9.1.4. Cálculo del EVA

Finalmente, con los resultados anteriores correspondientes a la UODI, los activos netos operativos y el costo del capital, se calcula el valor económico agregado (EVA) para ZALKA S.A. En el Cuadro 12 se resumen los resultados obtenidos. Estos resultados permiten evidenciar que ZALKA S.A. destruye valor en ambos años, incluso en el 2015 se acentúa la destrucción de valor en -18.6%, debido a que la UODI decreció -18.7%, mientras que la inversión en activos creció 2.9%; además el crecimiento del costo del capital implicó que la mayor utilización de capital acentuara la destrucción de valor.

Cuadro 12. Cálculo del EVA para ZALKA S.A. 2014-2015. Miles de pesos.

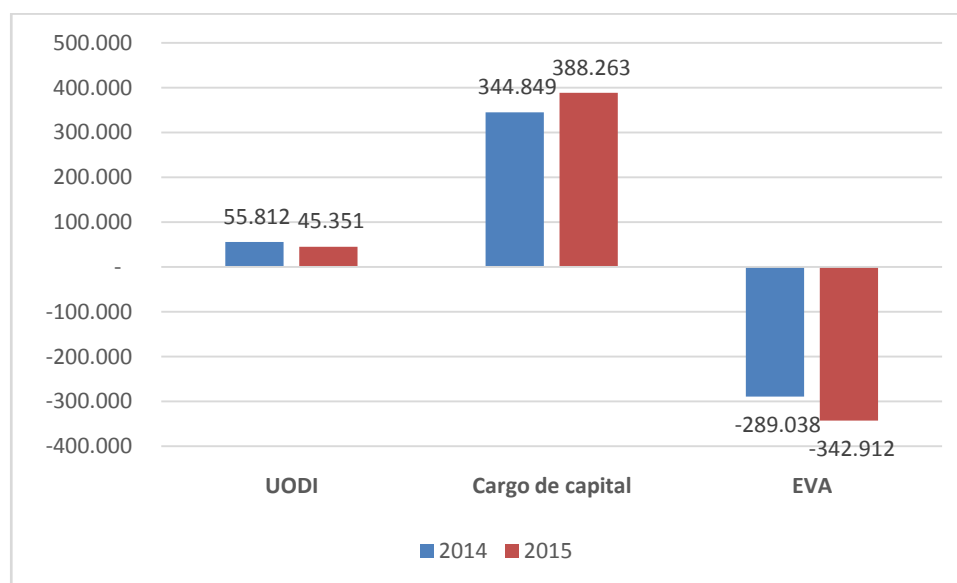
| Cálculo del EVA  | 2014            | 2015            | Var. %        |
|------------------|-----------------|-----------------|---------------|
| UODI             | 55.812          | 45.351          | -18,7%        |
| ANO              | 1.361.284       | 1.401.095       | 2,9%          |
| CPPC             | 25,33%          | 27,71%          | 9,4%          |
| <b>EVA Zalka</b> | <b>-289.038</b> | <b>-342.912</b> | <b>-18,6%</b> |

Fuente: cálculos con base a estados financieros de ZALKA S.A.

En el gráfico 18 se puede apreciar el comportamiento de los componentes del EVA de Zalka S.A., el cual explica que la destrucción de valor se debe a la menor capacidad de generar

utilidades operativas por parte de la empresa en el período de estudio y la mayor inversión realizada en activos netos operativos. Es decir, se invirtió más en activos que no resultaron ser productivos durante el período de análisis.

Gráfico 18. Comportamiento del EVA y sus componentes. ZALKA S.A. 2014-2015



Fuente: cálculos con base a estados financieros de ZALKA S.A.

Lo anterior se puede corroborar a través de los inductores de valor calculados en el capítulo 8, ya que se veía un deterioro del margen EBITDA y de la productividad del capital, pues la empresa tuvo mayores requerimientos de capital de trabajo y los resultados no fueron los deseados.

De acuerdo con estos resultados relacionados con la situación financiera de ZALKA S.A., es posible señalar que se trata de una empresa que a pesar de las oportunidades del entorno y de la propia actividad del sector, continúa destruyendo valor, debido principalmente a que los componentes del EVA evidencian los problemas estructurales de la organización; en primer

lugar, la disminución de la UODI lo que pone de manifiesto que el comportamiento de las ventas con relación a los costos fue negativo, es decir, no sólo las ventas decrecieron, sino que también sus costos y gastos crecieron. Concretamente esta situación de estructura operativa confirma que la empresa ha venido perdiendo mercado, por ello, sus ventas al disminuir, implicó que los costos y gastos operacionales no lograron ser absorbidos debidamente por estos ingresos operacionales.

En segundo lugar, se observa un crecimiento de los activos netos operacionales en un 2.9%, que a pesar de ser una tasa relativamente baja, afectó la situación de la empresa por la disminución de sus utilidades operativas, es decir, se invirtieron mayores recursos y no se lograron generar las ventas necesarias para absorber estos activos. O dicho de otra forma, la empresa no fue eficiente en la gestión de sus activos operacionales.

Respecto al tercer componente del EVA, es decir, el costo del capital, se observa también un crecimiento de 9.4%, lo que significa que en el 2015 fue más costosa la financiación de los activos, pasando de 25.33% a 27.71%; por lo tanto, se evidencia que la empresa se financió con fuentes más costosas en el 2015, o sea, que no hubo una buena gestión de la estructura financiera, pues la principal fuente de financiación fue el patrimonio.

Por lo tanto, el cargo a capital, constituido por ANO x CPPC, hacen evidente que mientras la UODI estaba descendiendo, dicho cargo estaba creciendo, razón por la cual la empresa, además de destruir valor en el año 2014, lo hizo con mayor fuerza que en el 2015, situación que afecta el valor de la compañía.

## 9.2. INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LIMITADA

### 9.2.1. Cálculo de la UODI

Siguiendo la misma metodología utilizada en la empresa anterior, en el cuadro 13 se puede observar que para el caso de la Inmobiliaria y Arrendamientos Ltda., se presentó una situación de generación de utilidades operativas en el período de estudio, sin embargo, para el año 2015 disminuyeron -12.8%, lo cual se explica por el comportamiento de los gastos de administración que crecieron 28%, mientras que las ventas que registra la empresa en el período 2015 son las mismas del 2014.

Cuadro 13. Utilidades Operacionales de Inmobiliaria y Arrendamientos Ltda. 2014-2015

|                                                                     | 2014          | 2015          | Var. %        |
|---------------------------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Ventas netas                                                        | 21.600        | 21.600        | 0,0%          |
| (-) Costo de las Ventas                                             | -             | -             |               |
| Utilidad Bruta                                                      | 21.600        | 21.600        | 0,0%          |
| (-) Gastos de administración                                        | 6.790         | 8.689         | 28,0%         |
| (-) Gastos de Ventas                                                | -             | -             |               |
| <b>Utilidad operativa</b>                                           | <b>14.810</b> | <b>12.911</b> | <b>-12,8%</b> |
| UODI = UAII (1-t)                                                   |               |               |               |
| UAII = Utilidad antes de intereses e impuestos o utilidad operativa |               |               |               |
| t = impuestos                                                       | 34%           | 34%           | 0,0%          |
| <b>UAII</b>                                                         | <b>14.810</b> | <b>12.911</b> | <b>-12,8%</b> |
| (1-t)                                                               | 66%           | 66%           | 0,0%          |
| <b>UODI</b>                                                         | <b>9.775</b>  | <b>8.521</b>  | <b>-12,8%</b> |

Fuente: cálculos con base a estados financieros de INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LTDA.

### 9.2.2. Cálculo del activo neto de operación

En el cuadro 14 se presentan los resultados de los cálculos del activo neto de operación para la empresa Inmobiliaria y Arrendamientos Ltda. en el período 2014 y 2015.

Se puede observar que la empresa disminuyó su inversión en activos netos operacionales, en el período 2014-2015 en un -4%, especialmente en propiedad, planta y equipo, pues no registra activos de capital de trabajo.

Cuadro 14. Cálculo del activo neto de operación de INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LTDA.2014-2015

|                                                   | 2014             | 2015             |
|---------------------------------------------------|------------------|------------------|
| KTNO                                              | -                | -                |
|                                                   |                  |                  |
|                                                   |                  |                  |
| <b>Cálculo del AFNO</b>                           | <b>2014</b>      | <b>2015</b>      |
| Propiedades, planta y equipo neto                 |                  |                  |
| AFNO                                              | <b>1.567.218</b> | <b>1.504.541</b> |
|                                                   |                  |                  |
| <b>Cálculo del ANO (Activo Neto de Operación)</b> | <b>2014</b>      | <b>2015</b>      |
| KTNO                                              | -                | -                |
| AFNO                                              | 1.567.218        | 1.504.541        |
| <b>ANO</b>                                        | <b>1.567.218</b> | <b>1.504.541</b> |

Fuente: cálculos con base a estados financieros de INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LTDA.

### 9.2.3. Cálculo del costo promedio ponderado del capital

Para el cálculo del costo promedio ponderado del capital de la empresa Inmobiliaria y Arrendamientos Ltda., se utiliza la metodología empleada en el punto anterior, considerando que el costo del patrimonio y el costo de la deuda son iguales para las tres empresas, pues participan en la misma actividad económica, lo que diferencia el costo final del capital es la estructura financiera particular de cada empresa.

En el cuadro 15 se presenta el costo de promedio ponderado del capital para Inmobiliaria y Arrendamientos Ltda. en el año 2014, el cual asciende a 25.69% en este año referido.



Para el año 2015 el costo del capital asciende a 27.17% (ver cuadro 16), tal como ocurrió con la empresa Zalka S.A., dada la estructura de riesgos del mercado, riesgo país y riesgo sistemático. Adicional a esto, la Inmobiliaria y Arrendamientos Ltda., es una empresa que también se financia casi que totalmente con patrimonio, razón por la cual el riesgo se concentra en los propietarios y el costo del capital está determinado por la tasa mínima de rentabilidad exigida por éstos, dada la situación de los riesgos señalados.

Cuadro 15.Cálculo del Costo Promedio Ponderado del Capital para INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LTDA.2014

| Fuente                           | 2014             |                    |             |               |
|----------------------------------|------------------|--------------------|-------------|---------------|
|                                  | \$               | % de participación | Costo anual | Ponderación   |
| Préstamo CP                      | 31.572           | 1,7%               | 12,8%       | 0,2%          |
| Préstamo LP                      | -                | 0,0%               | 12,8%       | 0,0%          |
| Patrimonio                       | 1.847.267        | 98,3%              | 25,9%       | 25,5%         |
| <b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b> | <b>1.878.839</b> | <b>100,0%</b>      |             | <b>25,69%</b> |

Fuente: cálculos con base a estados financieros de INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LTDA.

Cuadro 16.Cálculo del Costo Promedio Ponderado del Capital para INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LTDA. 2015

| Fuente                           | 2015             |                    |             |               |
|----------------------------------|------------------|--------------------|-------------|---------------|
|                                  | \$               | % de participación | Costo anual | Ponderación   |
| Préstamo CP                      | 76.881           | 4,0%               | 12,7%       | 0,5%          |
| Préstamo LP                      | -                | 0,0%               | 12,7%       | 0,0%          |
| Patrimonio                       | 1.834.583        | 96,0%              | 27,8%       | 26,7%         |
| <b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b> | <b>1.911.464</b> | <b>100,0%</b>      |             | <b>27,17%</b> |

Fuente: cálculos con base a estados financieros de INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LTDA.

#### 9.2.4. Cálculo del EVA

Finalmente, con los resultados anteriores correspondientes a la UODI, los activos netos operativos y el costo del capital, se calcula el valor económico agregado (EVA) para INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LTDA.. En el Cuadro 17 se resumen los resultados obtenidos. Estos resultados permiten evidenciar que INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LTDA.tambiéndestruye valor en ambos años, incluso en el 2015 se acentúa la destrucción de valor en -1.9%, debido a que la UODI decreció -12.8%, a pesar de que la inversión en activos decreció -4%; el crecimiento del costo del capital implicó que la mayor utilización de capital acentuara la destrucción de valor.

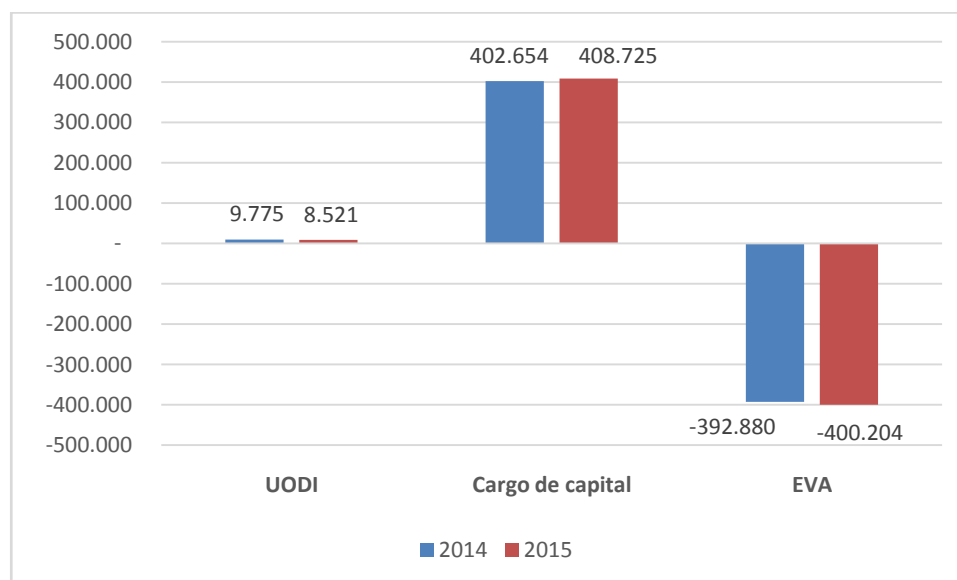
Cuadro 17.Cálculo del EVA para INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LTDA.2014-2015. Miles de pesos.

| Cálculo del EVA                                | 2014            | 2015            | Var. %       |
|------------------------------------------------|-----------------|-----------------|--------------|
| UODI                                           | 9.775           | 8.521           | -12,8%       |
| ANO                                            | 1.567.218       | 1.504.541       | -4,0%        |
| CPPC                                           | 25,69%          | 27,17%          | 5,7%         |
| <b>EVA Inmobiliaria y Arrendamientos Ltda.</b> | <b>-392.880</b> | <b>-400.204</b> | <b>-1,9%</b> |

Fuente: cálculos con base a estados financieros de INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LTDA.

En el gráfico 19 se puede apreciar el comportamiento de los componentes del EVA de Inmobiliaria y Arrendamientos Ltda., el cual explica que la destrucción de valor se debe a la menor capacidad de generar utilidades operativas por parte de la empresa en el período de estudio y el mayor costo del capital que determinó un crecimiento del cargo de capital. Es decir, a pesar de que invirtió menos en activos, el costo del capital implicó el mayor cargo de capital.

Gráfico 19. Comportamiento del EVA y sus componentes. Inmobiliaria y Arrendamientos Ltda. 2014-2015



Fuente: cálculos con base a estados financieros de INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LTDA.

### 9.3. CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S

#### 9.3.1. Cálculo de la UODI

Siguiendo la misma metodología utilizada en la empresa anterior, en el cuadro 18 se puede observar que para el caso de la CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S, se presentó una situación de pérdidas operativas en el período de estudio, especialmente por los elevados gastos

de administración y ventas, incluso, el crecimiento experimentado en el 2015 de éstos últimos gastos acentuaron las pérdidas operacionales a pesar de que las ventas crecieron 4.3%.

Cuadro 18. Utilidades Operacionales deCENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S 2014-2015

|                                                                     | 2014            | 2015            | Var. %         |
|---------------------------------------------------------------------|-----------------|-----------------|----------------|
| Ventas netas                                                        | 646.678         | 674.808         | 4,3%           |
| (-) Costo de las Ventas                                             | 73.465          | 158.526         | 115,8%         |
| Utilidad Bruta                                                      | 573.213         | 516.282         | -9,9%          |
| (-) Gastos de administración                                        | 586.181         | 485.782         | -17,1%         |
| (-) Gastos de Ventas                                                | 166.229         | 433.146         | 160,6%         |
| <b>Utilidad operativa</b>                                           | <b>-179.197</b> | <b>-402.646</b> | <b>124,7%</b>  |
|                                                                     |                 |                 |                |
| UODI = UAII (1-t)                                                   |                 |                 |                |
| UAII = Utilidad antes de intereses e impuestos o utilidad operativa |                 |                 |                |
| t = impuestos                                                       | 34%             | 34%             | 0,0%           |
| <b>UAII</b>                                                         | <b>-179.197</b> | <b>-402.646</b> | <b>124,7%</b>  |
| (1-t)                                                               | 66%             | 66%             | 0,0%           |
| <b>UODI</b>                                                         | <b>-118.270</b> | <b>-265.746</b> | <b>-124,7%</b> |

Fuente: cálculos con base a estados financieros de CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S

### 9.3.2. Cálculo del activo neto de operación

En el cuadro 19 se presentan los resultados de los cálculos del activo neto de operación para la empresa CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S en el período 2014 y 2015.

Se puede observar que la empresa disminuyó su inversión en activos netos operacionales, en el período 2014-2015 en un -7.9%, especialmente en capital de trabajo neto operativo y propiedades, planta y equipo.

Cuadro 19. Cálculo del activo neto de operación de CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S2014-2015

|                                                   | 2014           | 2015           |
|---------------------------------------------------|----------------|----------------|
| <b>KTNO</b>                                       | <b>83.554</b>  | <b>65.397</b>  |
| <b>Cálculo del AFNO</b>                           | <b>2014</b>    | <b>2015</b>    |
| Propiedades, planta y equipo neto                 |                |                |
| <b>AFNO</b>                                       | <b>760.489</b> | <b>712.076</b> |
| <b>Cálculo del ANO (Activo Neto de Operación)</b> | <b>2014</b>    | <b>2015</b>    |
| KTNO                                              | 83.554         | 65.397         |
| AFNO                                              | 760.489        | 712.076        |
| <b>ANO</b>                                        | <b>844.043</b> | <b>777.473</b> |

Fuente: cálculos con base a estados financieros de CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S

### 9.3.3. Cálculo del costo promedio ponderado del capital

Para el cálculo del costo promedio ponderado del capital de la empresa CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S, se utiliza la metodología empleada en el punto anterior, considerando que el costo del patrimonio y el costo de la deuda son iguales para las tres empresas, pues participan en la misma actividad económica, lo que diferencia el costo final del capital es la estructura financiera particular de cada empresa.

En el cuadro 20 se presenta el costo de promedio ponderado del capital para CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S en el año 2014, el cual asciende a 24.31%.

Para el año 2015 el costo del capital asciende a 26.27% (ver cuadro 21), tal como ocurrió con las otras empresas, dada la estructura de riesgos del mercado, riesgo país y riesgo sistemático. Adicional a esto, la CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S, es una empresa que también se financia principalmente con patrimonio, aunque en menor proporción que las otras dos empresas, razón por la cual el nivel del costo del capital es el menor de las tres empresas en estudio, lo que demuestra que este costo se puede disminuir conformando una estructura financiera más equilibrada entre pasivos y patrimonio.

Cuadro 20.Cálculo del Costo Promedio Ponderado del Capital para CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S2014

| Fuente                           | 2014             |                    |             |               |
|----------------------------------|------------------|--------------------|-------------|---------------|
|                                  | \$               | % de participación | Costo anual | Ponderación   |
| Préstamo CP                      | 118.604          | 1,9%               | 12,8%       | 0,2%          |
| Préstamo LP                      | 629.821          | 10,3%              | 12,8%       | 1,3%          |
| Patrimonio                       | 5.368.553        | 87,8%              | 25,9%       | 22,7%         |
| <b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b> | <b>6.116.978</b> | <b>100,0%</b>      |             | <b>24,31%</b> |

Fuente: cálculos con base a estados financieros de CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S

Cuadro 21.Cálculo del Costo Promedio Ponderado del Capital para CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S 2015

| Fuente                           | 2015             |                    |             |               |
|----------------------------------|------------------|--------------------|-------------|---------------|
|                                  | \$               | % de participación | Costo anual | Ponderación   |
| Préstamo CP                      | 112.420          | 1,8%               | 12,7%       | 0,2%          |
| Préstamo LP                      | 495.227          | 8,1%               | 12,7%       | 1,0%          |
| Patrimonio                       | 5.487.174        | 90,0%              | 27,8%       | 25,0%         |
| <b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b> | <b>6.094.821</b> | <b>100,0%</b>      |             | <b>26,27%</b> |

Fuente: cálculos con base a estados financieros de CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S

#### 9.3.4. Cálculo del EVA

Finalmente, con los resultados anteriores correspondientes a la UODI, los activos netos operativos y el costo del capital, se calcula el valor económico agregado (EVA) para CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S. En el Cuadro 22 se resumen los resultados obtenidos. Estos resultados permiten evidenciar que CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S. también destruye valor en ambos años, incluso en el 2015 se acentúa la destrucción de valor en -46.2%, debido a las pérdidas operativas, a pesar de que la inversión en activos decreció -7.9%; el

crecimiento del costo del capital implicó que la mayor utilización de capital acentuara la destrucción de valor.

Cuadro 22.Cálculo del EVA para CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S2014-2015.

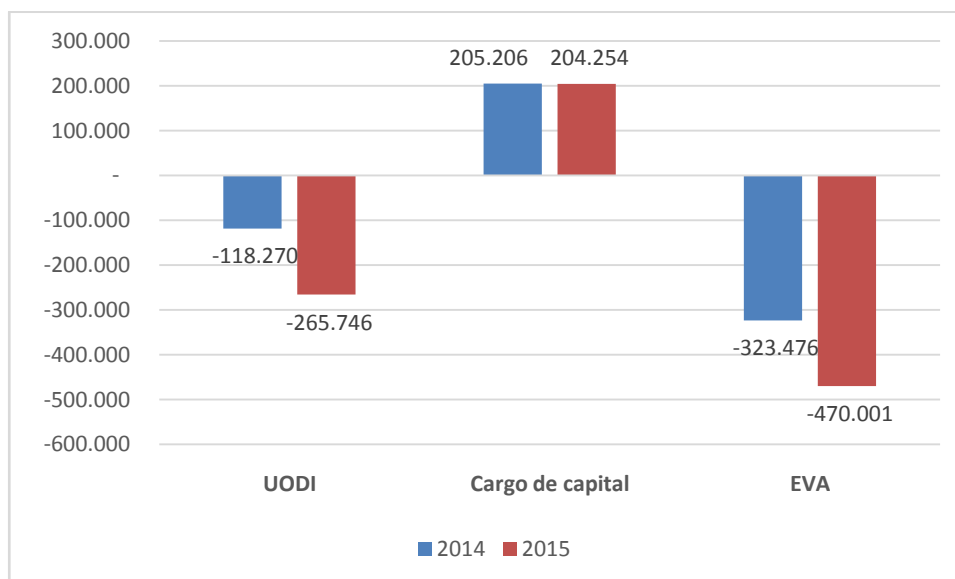
Miles de pesos.

| <b>Cálculo del EVA</b>                        | <b>2014</b>     | <b>2015</b>     | <b>Var. %</b> |
|-----------------------------------------------|-----------------|-----------------|---------------|
| UODI                                          | -118.270        | -265.746        | -124,7%       |
| ANO                                           | 844.043         | 777.473         | -7,9%         |
| CPPC                                          | 24,31%          | 26,27%          | 8,1%          |
| <b>EVA Centro Comercial del Parque S.A.S.</b> | <b>-323.476</b> | <b>-470.001</b> | <b>-45,3%</b> |

Fuente: cálculos con base a estados financieros de CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S

En el gráfico 20 se puede apreciar el comportamiento de los componentes del EVA de CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S, el cual explica que la destrucción de valor se debe a la menor capacidad de generar utilidades operativas por parte de la empresa en el período de estudio y el mayor costo del capital que determinó un crecimiento del cargo de capital. Es decir, a pesar de que invirtió menos en activos, el costo del capital implicó el mayor cargo de capital.

Gráfico 20. Comportamiento del EVA y sus componentes. CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S 2014-2015



Fuente: cálculos con base a estados financieros de CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S

De acuerdo a los hallazgos presentados en el capítulo, se logra comprobar que ninguna de las empresas en estudio cumple con su objetivo básico financiero de generar valor. También se logra identificar que las organizaciones han tenido deficiencia en diferentes áreas, como por ejemplo la comercial, debido a que las ventas en ninguna de las empresas ha mostrado una dinámica importante de crecimiento que permita impulsar las utilidades operativas.

Adicionalmente, la inadecuada conformación de sus estructuras financieras, dada la concentración en fuentes de largo plazo como es el patrimonio, implica que el costo del capital esté determinado por la tasa mínima de rentabilidad exigida por los inversionistas y dichas exigencias han crecido por la situación de los riesgos del mercado.

Otra debilidad identificada es que las empresas a pesar de mantener una inversión importante en activos operacionales, no han logrado tasas de productividad relevantes que permitan generar utilidades operacionales, mostrando así problemas estructurales en las tres empresas.



## **10. Estrategias financieras para consolidar la generación de valor de empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá**

De acuerdo con los resultados del trabajo se pudo determinar que las empresas del sector inmobiliario de Tuluá se encuentran en un entorno de incertidumbre, debido a que existen amenazas externas, explicadas por los riesgos que se presentan, como la posible reforma tributaria dado el déficit fiscal persistente en el país, lo cual obliga a incrementar los impuestos afectando la situación de las empresas; también la disminución de la confianza del consumidor, el incremento de la inflación y las tasas de interés, la devaluación del peso frente al dólar y el incremento del salario mínimo que, en un contexto de mayor inflación, puede representar para las empresas mayores cargas laborales.

Esta situación del entorno se ve agravada porque internamente las empresas mostraron marcadas dificultades para generar valor, especialmente por el incremento del costo del capital y la poca capacidad de generar utilidades operacionales, en lo cual incide la situación del entorno descrita anteriormente. También por el comportamiento inadecuado de los inductores de valor, como el margen EBITDA, la productividad del activo fijo y capital de trabajo, así como la palanca de crecimiento.

Por lo tanto, ante esta situación de las empresas inmobiliarias de Tuluá, es necesario tomar medidas para evitar continuar con el deterioro del valor de las organizaciones. Por ello, las estrategias que se sugieren son las siguientes:

- Fomentar la innovación como estrategia para incrementar las utilidades operacionales: se apreció que las empresas en estudio tuvieron dificultades para incrementar sus utilidades operacionales, incluso una de las empresas presentó pérdidas operacionales, lo cual puede estar asociado a la situación del entorno y las amenazas existentes, no obstante, en el sector servicios la innovación juega un papel fundamental para impactar positivamente las ventas. En el caso del sector inmobiliario de Tuluá, resulta importante diversificar las fuentes de ingreso, buscando nuevos nichos de mercado, como por ejemplo en los estratos 1 y 2, quienes por la dinámica inducida por las políticas de vivienda del Gobierno pueden representar importantes oportunidades para estas empresas.

- Hacer estudios a profundidad sobre la estructura de costos y gastos operacionales, para identificar alternativas que permitan disminuir especialmente los gastos de administración que resultan onerosos en el sector, logrando ser más productivos en la gestión comercial, con menos recursos.

- Evitar incrementos en los activos netos de operación, a menos que representen crecimientos importantes en la generación de utilidades operacionales para las empresas del sector inmobiliario. En tal sentido se debe privilegiar la necesidad de ser más productivos, para lo cual una importante estrategia es crear una base de indicadores relacionados con los inductores de valor que permitan vigilar y controlar permanentemente aquellas variables que pueden inducir la generación de valor.

- Una importante estrategia financiera es corregir los problemas de estructura operativa, revisando y ajustando la estructura de costos y gastos de las empresas.
  
- Otra estrategia que se sugiere es modificar la conformación de la estructura financiera de las empresas, buscando financiar los activos operacionales a partir de las cuentas del pasivo, en especial a través de pasivos financieros que le permitan diversificar el riesgo a los propietarios, reduciendo así el costo del capital.
  
- Aprovechar los medios online para buscar incrementar las ventas de las inmobiliarias, aumentando la presencia en la red, para identificar nuevos nichos de mercado y oportunidades comerciales para las empresas.
  
- Crear herramientas de control de la gestión como un cuadro de mando integral que permita a las empresas vigilar el comportamiento de los inductores de valor, para poder tomar decisiones acertadas y oportunas, que busquen incidir positivamente en el cumplimiento del objetivo básico financiero.

## 11. Conclusiones

Las empresas del sector inmobiliario de Tuluá actúan en un entorno de incertidumbre, debido a la proliferación de amenazas externas, que constituyen riesgos importantes para el desarrollo de la actividad inmobiliaria, como la posible reforma tributaria dado el déficit fiscal persistente en el país, lo cual obliga a incrementar los impuestos afectando la situación de las empresas; también la disminución de la confianza del consumidor, el incremento de la inflación y las tasas de interés, la devaluación del peso frente al dólar y el incremento del salario mínimo que, en un contexto de mayor inflación, puede representar para las empresas mayores cargas laborales. Estas condiciones al parecer han afectado considerablemente a las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá, a juzgar por la situación financiera percibida.

Internamente las empresas del sector actividades inmobiliarias mostraron marcadas dificultades para generar valor, especialmente por el incremento del costo del capital y la poca capacidad de generar utilidades operacionales, en lo cual incide la situación del entorno descrita anteriormente. También por el comportamiento inadecuado de los inductores de valor, como el margen EBITDA, la productividad del activo fijo y capital de trabajo, así como la palanca de crecimiento, mostrando en los diferentes casos que ha existido un deterioro de estos inductores producto de una inadecuada gestión de los mismos.

Debido a la situación del entorno y el deterioro de los inductores de valor, se logró verificar que las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá no cumplen con su objetivo básico financiero. De acuerdo con los resultados relacionados con la situación financiera de las

empresas es posible señalar que se trata de un segmento que a pesar de las oportunidades del entorno y de la propia actividad del sector, continúa destruyendo valor, debido principalmente a que los componentes del EVA evidencian los problemas estructurales de las organizaciones; en primer lugar, la disminución de la UODI lo que pone de manifiesto que el comportamiento de las ventas con relación a los costos fue negativo en todas las organizaciones, es decir, no sólo las ventas presentaron una baja dinámica, sino que también sus costos y gastos crecieron.

Concretamente esta situación de estructura operativa confirma que las empresas han venido perdiendo mercado, por ello, sus ventas al disminuir, implican que los costos y gastos operacionales no lograron ser absorbidos debidamente por estos ingresos operacionales. De una u otra forma, las empresas no han logrado hacer los ajustes requeridos de su estructura operacional, dada la situación de las ventas.

En segundo lugar, se observa un crecimiento de los activos netos operacionales en estas empresas que a pesar de ser una tasa relativamente baja, afectó la situación de ellas por la disminución de sus utilidades operativas, es decir, se invirtieron mayores recursos y no se lograron generar las ventas necesarias para absorber estos activos. O sea, las empresas no fueron eficientes en la gestión de sus activos operacionales.

Respecto al tercer componente del EVA, es decir, el costo del capital, se observa también un crecimiento en las tres organizaciones, por lo tanto, se evidencia que las empresas se financiaron con fuentes más costosas en el 2015, o sea, que no hubo una buena gestión de la estructura financiera, pues la principal fuente de financiación fue el patrimonio.

Esto determinó que el cargo a capital, constituido por ANO x CPPC, hiciera evidente que mientras la UODI estaba descendiendo, dicho cargo estaba creciendo, razón por la cual las empresas en general, además de destruir valor en el año 2014, lo hicieron con mayor fuerza que en el 2015, situación que afectó el cumplimiento del objetivo básico financiero.

Debido a lo anterior, es posible concluir que la situación financiera de las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá con relación a la generación o destrucción de valor para sus propietarios en el período 2014-2015 fue negativa, pues en todos los años de análisis y todas las empresas, el escenario fue de destrucción de valor. Por ello se requieren estrategias financieras, que estén combinadas con otras comerciales, de mercadeo y de productividad, que permitan por lo menos detener la tendencia de destrucción de valor, mientras el mercado logra entrar en una fase positiva de crecimiento.

## 12. Recomendaciones

- Crear conciencia en los diferentes estamentos de las empresas de la importancia que tiene la generación de valor, y la constante revisión de las cifras con relación a los costos patrimoniales y de la deuda, así como las variables del entorno que generan oportunidades y amenazas para las organizaciones.
- Gestionar el costo del capital, haciendo seguimiento del costo de las diferentes fuentes de financiamiento que la empresa decida utilizar, de tal forma que dicho costo no supere la tasa de rentabilidad esperada de la empresa. Es importante considerar el comportamiento del riesgo país y todos los riesgos asociados a la gestión empresarial.
- Incrementar los niveles de eficiencia en términos operacionales, lo cual debe considerar un análisis a profundidad de la estructura operativa de las empresas, para conocer sus debilidades y poder generar mayores utilidades en el futuro. Por lo tanto, antes de invertir en activos operacionales, las empresas deben considerar hasta qué punto pueden mejorar su condición de eficiencia con los activos que poseen. Esto permitirá aprovechar de una mejor forma las oportunidades que ofrecen el entorno y la reducción del costo del capital.
- Capacitar continuamente a los directivos financieros y mantenerse siempre al día en la teoría, modelos y prácticas relacionadas con medición del valor de las empresas. Esto implica que se debe mejorar continuamente las habilidades técnicas del equipo de trabajo, así como contar con los modelos que le permitan manejar rápidamente la complejidad de la estructura

operativa y de capital. De la misma forma, es necesario mantenerse siempre al día en la teoría, modelos y prácticas relacionadas con la estructura financiera de las empresas.



### 13. Referencias

- Abadia, J. (2008). Plan de desarrollo 2008 –2011 “Buen Gobierno, con seguridad lo lograremos” Anexo 1, diagnóstico sectorial. Recuperado de: <http://www.valledelcauca.gov.co/publicaciones.php?id=238>
- Aguilar, C. (2003). El impacto de eventos exógenos y sectoriales sobre el desempeño de las empresas: un análisis para Colombia, 1995-2001. Universidad de los Andes. Bogotá.
- Amat, O. (1999). *EVA Valor Económico Agregado*. Bogotá, Colombia: Norma S.A
- Baller, Silja, Dutta, Soumitra and Lanvin, Bruno. (2016) The Global InformationTechnologyReport 2016 [enlínea]. WorldEconomicForum 2016. Disponible en: [http://www3.weforum.org/docs/GITR2016/WEF\\_GITR\\_Full\\_Report.pdf](http://www3.weforum.org/docs/GITR2016/WEF_GITR_Full_Report.pdf)
- Bernal, C. (2010). *Metodología de la investigación*. Bogotá, Colombia; Pearson.
- Cámara de Comercio de Bogotá. (2016). *Descripción actividades económicas (Código CIIU)*. Obtenido de <http://linea.ccb.org.co/descripcionciiu/>
- Dinero. (2015). *¿Se acerca la edad dorada de las inmobiliarias en Colombia?* Obtenido de <http://www.dinero.com/edicion-impres/negocios/articulo/perspectivas-del-sector-inmobiliario-para-2016-colombia/216505>
- Fedesarrollo (2016). Comunicado de Prensa. Encuesta de Opinión del Consumidor [en línea]. Resultados a julio de 2016, Boletín No. 177 Recuperado de: [http://www.fedesarrollo.org.co/wp-content/uploads/BEOC\\_Julio\\_2016.pdf](http://www.fedesarrollo.org.co/wp-content/uploads/BEOC_Julio_2016.pdf)
- García, O. L. (2003). *Valoración de empresas, Gerencia de Valor y EVA*. Medellín, Colombia: Digital Express Ltda.

García, O. L. (2009). *Administración Financiera. Fundamentos y aplicaciones*. Cali, Colombia:

Prensa Moderna Impresores S.A

Herrera, H. (2006). ¿Es el EVA, realmente, un indicador del valor económico agregado?. *Administración Universidad EAFIT Medellín*, 9, 40.

Hernández, R. Fernández, C. y Baptista, M. (2010). *Metodología de la Investigación*. México: Mc Graw Hill.

MUNICIPIO DE TULUÁ. Anuario estadístico 2014. Departamento Administrativo de Planeación Municipal. 2015. 319 p.

Ortiz, H. (2011). *Análisis Financiero Aplicado y Principios de administración financiera*. Bogotá, Colombia: Universidad Externado de Colombia.

Rivera, J., Alarcón D. (2012). El cargo de capital en la evaluación del desempeño financiero de empresas innovadoras de confecciones de Cali. *Estudios Gerenciales*, 28(123), 89-90.

Stern Stewart & Co (1991), *The Quest for Value. The EVA management guide*. Harper Business.

Unidad Nacional de Protección (2016). Análisis del sector 2015 – 2016. Recuperado de: [http://www.unp.gov.co/la-unp/Documents/DA\\_PROCESO\\_16-18-4629464\\_211001041\\_18141311.pdf](http://www.unp.gov.co/la-unp/Documents/DA_PROCESO_16-18-4629464_211001041_18141311.pdf)

## 14. Anexos

Anexo A. Cálculo del EBITDA por empresa. 2014-2015. Miles de pesos.

| ZALKA S A                                    |  |                |               |                     |
|----------------------------------------------|--|----------------|---------------|---------------------|
|                                              |  |                |               |                     |
|                                              |  | <b>2014</b>    | <b>2015</b>   | <b>% incremento</b> |
| Ventas (millones de \$)                      |  | 512.674        | 478.257       | -6,7%               |
| Utilidad operativa                           |  | 84.563         | 68.713        | -18,7%              |
| Margen operativo                             |  | 16,5%          | 14,4%         |                     |
| Depreciaciones y amortizaciones              |  | 69.099         | -             |                     |
| <b>EBITDA</b>                                |  | <b>153.662</b> | <b>68.713</b> | <b>-55,3%</b>       |
| <b>Margen EBITDA</b>                         |  | <b>0,300</b>   | <b>0,144</b>  |                     |
|                                              |  |                |               |                     |
|                                              |  |                | Miles de \$   |                     |
|                                              |  | <b>2014</b>    | <b>2015</b>   |                     |
| <b>Depreciaciones</b>                        |  |                |               |                     |
| Total Depreciaciones                         |  | 69.099         | -             |                     |
| <b>Amortizaciones</b>                        |  |                |               |                     |
| Total Amortizaciones                         |  | -              | -             |                     |
|                                              |  |                |               |                     |
| <b>Total Depreciaciones y Amortizaciones</b> |  | <b>69.099</b>  | <b>-</b>      |                     |
|                                              |  |                |               |                     |
| INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LIMITADA       |  |                |               |                     |
|                                              |  |                |               |                     |
|                                              |  | <b>2014</b>    | <b>2015</b>   | <b>% incremento</b> |
| Ventas (millones de \$)                      |  | 21.600         | 21.600        | 0,0%                |
| Utilidad operativa                           |  | 14.810         | 12.911        | -12,8%              |
| Margen operativo                             |  | 68,6%          | 59,8%         |                     |
| Depreciaciones y amortizaciones              |  | 3.381          | -             |                     |
| <b>EBITDA</b>                                |  | <b>18.191</b>  | <b>12.911</b> | <b>-29,0%</b>       |
| <b>Margen EBITDA</b>                         |  | <b>0,842</b>   | <b>0,598</b>  |                     |
|                                              |  |                |               |                     |
|                                              |  |                | Miles de \$   |                     |
|                                              |  | <b>2014</b>    | <b>2015</b>   |                     |
| <b>Depreciaciones</b>                        |  |                |               |                     |
| Total Depreciaciones                         |  | 3.381          | -             |                     |
| <b>Amortizaciones</b>                        |  |                |               |                     |
| Total Amortizaciones                         |  | -              | -             |                     |
|                                              |  |                |               |                     |
| <b>Total Depreciaciones y Amortizaciones</b> |  | <b>3.381</b>   | <b>-</b>      |                     |
|                                              |  |                |               |                     |
| CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S            |  |                |               |                     |
|                                              |  |                |               |                     |
|                                              |  | <b>2014</b>    | <b>2015</b>   | <b>% incremento</b> |

|                                              |  |                  |                    |               |
|----------------------------------------------|--|------------------|--------------------|---------------|
| Ventas (millones de \$)                      |  | 646.678          | 674.808            | 4,3%          |
| Utilidad operativa                           |  | (179.197)        | (402.646)          | -124,7%       |
| Margen operativo                             |  | -27,7%           | -59,7%             |               |
| Depreciaciones y amortizaciones              |  | 39.229           | 98.341             |               |
| <b>EBITDA</b>                                |  | <b>(139.968)</b> | <b>(304.305)</b>   | <b>117,4%</b> |
| <b>Margen EBITDA</b>                         |  | <b>(0,216)</b>   | <b>(0,451)</b>     |               |
|                                              |  |                  |                    |               |
|                                              |  |                  | <i>Miles de \$</i> |               |
|                                              |  | <b>2014</b>      | <b>2015</b>        |               |
| <b><i>Depreciaciones</i></b>                 |  |                  |                    |               |
| Total Depreciaciones                         |  | 39.229           | 91.265             |               |
|                                              |  |                  |                    |               |
| <b><i>Amortizaciones</i></b>                 |  |                  |                    |               |
| Total Amortizaciones                         |  | -                | 7.076              |               |
|                                              |  |                  |                    |               |
| <b>Total Depreciaciones y Amortizaciones</b> |  | <b>39.229</b>    | <b>98.341</b>      |               |

## Anexo B. Cálculos de la productividad del capital de trabajo por empresa. Miles de pesos.

| ZALKA S A                              |  |  |             |             |
|----------------------------------------|--|--|-------------|-------------|
|                                        |  |  |             |             |
|                                        |  |  | <b>2014</b> | <b>2015</b> |
| Ventas (miles de \$)                   |  |  | 512.674     | 478.257     |
| Cuentas por cobrar                     |  |  | 10.765      | 29.095      |
| Inventario                             |  |  | 111.883     | 136.999     |
| KT OPERATIVO                           |  |  | 122.648     | 166.094     |
| Cuentas por pagar                      |  |  | -           | 2.183       |
| KTNO                                   |  |  | 122.648     | 163.911     |
|                                        |  |  |             |             |
| <b>PKT</b>                             |  |  | <b>0,24</b> | <b>0,34</b> |
|                                        |  |  |             |             |
| INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LIMITADA |  |  |             |             |
|                                        |  |  |             |             |
|                                        |  |  | <b>2014</b> | <b>2015</b> |
| Ventas (miles de \$)                   |  |  | 21.600      | 21.600      |
| Cuentas por cobrar                     |  |  | -           | -           |
| Inventario                             |  |  | -           | -           |
| KT OPERATIVO                           |  |  | -           | -           |
| Cuentas por pagar                      |  |  | -           | -           |
| KTNO                                   |  |  | -           | -           |
|                                        |  |  |             |             |
| <b>PKT</b>                             |  |  | <b>-</b>    | <b>-</b>    |
|                                        |  |  |             |             |
| CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S      |  |  |             |             |
|                                        |  |  |             |             |
|                                        |  |  | <b>2014</b> | <b>2015</b> |
| Ventas (miles de \$)                   |  |  | 646.678     | 674.808     |
| Cuentas por cobrar                     |  |  | 53.684      | 65.798      |
| Inventario                             |  |  | 30.731      | 330         |
| KT OPERATIVO                           |  |  | 84.415      | 66.128      |
| Cuentas por pagar                      |  |  | 861         | 731         |
| KTNO                                   |  |  | 83.554      | 65.397      |
|                                        |  |  |             |             |
| <b>PKT</b>                             |  |  | <b>0,13</b> | <b>0,10</b> |

## Anexo C. Cálculos de la palanca de crecimiento por empresa. 2014-2015.

| <b>PALANCA DE CRECIMIENTO</b>                 | <b>2014</b> | <b>2015</b> |
|-----------------------------------------------|-------------|-------------|
|                                               |             |             |
| <b>ZALKA S A</b>                              |             |             |
| Margen EBITDA                                 | 0,30        | 0,14        |
| PKT                                           | 0,24        | 0,34        |
| PDC                                           | 1,25        | 0,42        |
|                                               |             |             |
| <b>INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LIMITADA</b> |             |             |
| Margen EBITDA                                 | 0,84        | 0,60        |
| PKT                                           | -           | -           |
| PDC                                           |             |             |
|                                               |             |             |
| <b>CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S</b>      |             |             |
| Margen EBITDA                                 | (0,22)      | (0,45)      |
| PKT                                           | 0,13        | 0,10        |
| PDC                                           | - 1,68      | - 4,65      |

## Anexo D. Cálculo de la productividad del activo fijo. Miles de pesos 2014-2015

| ZALKA S A                              |  |             |             |
|----------------------------------------|--|-------------|-------------|
|                                        |  |             |             |
|                                        |  | <b>2014</b> | <b>2015</b> |
| Ventas (millones de \$)                |  | 512.674     | 478.257     |
| Activos fijos                          |  | 2.570.091   | 15.630.767  |
| <b>Productividad del activo fijo</b>   |  | <b>0,20</b> | <b>0,03</b> |
|                                        |  |             |             |
|                                        |  | <b>2014</b> | <b>2015</b> |
| Ventas (millones de \$)                |  | 512.674     | 478.257     |
| Propiedad, PyE                         |  | 1.238.636   | 1.237.184   |
| Inversión AF                           |  | 1.238.636   | (1.452)     |
| Inversión AF/Ventas                    |  | 241,6%      | -0,3%       |
|                                        |  |             |             |
| INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LIMITADA |  |             |             |
|                                        |  |             |             |
|                                        |  | <b>2014</b> | <b>2015</b> |
| Ventas (millones de \$)                |  | 21.600      | 21.600      |
| Activos fijos                          |  | 1.877.046   | 1.909.671   |
| <b>Productividad del activo fijo</b>   |  | <b>0,01</b> | <b>0,01</b> |
|                                        |  |             |             |
|                                        |  | <b>2014</b> | <b>2015</b> |
| Ventas (millones de \$)                |  | 21.600      | 21.600      |
| Propiedad, PyE                         |  | 1.567.218   | 1.504.541   |
| Inversión AF                           |  | 1.567.218   | (62.677)    |
| Inversión AF/Ventas                    |  | 7255,6%     | -290,2%     |
|                                        |  |             |             |
|                                        |  |             |             |
| CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S      |  |             |             |
|                                        |  |             |             |
|                                        |  | <b>2014</b> | <b>2015</b> |
| Ventas (millones de \$)                |  | 646.678     | 674.808     |
| Activos fijos                          |  | 4.377.865   | 4.310.235   |
| <b>Productividad del activo fijo</b>   |  | <b>0,15</b> | <b>0,16</b> |
|                                        |  |             |             |
|                                        |  |             |             |
|                                        |  | <b>2014</b> | <b>2015</b> |
| Ventas (millones de \$)                |  | 646.678     | 674.808     |
| Propiedad, PyE                         |  | 760.489     | 712.076     |
| Inversión AF                           |  | 760.489     | (48.413)    |
| Inversión AF/Ventas                    |  | 117,6%      | -7,2%       |

## Anexo E. Balance General de las empresas. 2014-2015

## 2014

| NIT                                            | 81.7001.072 | 821.000.170                                   | 900.355.606                                    |
|------------------------------------------------|-------------|-----------------------------------------------|------------------------------------------------|
| RAZON SOCIAL                                   | ZALKA S A   | INMOBILIARIA Y<br>ARRENDAMIENTO<br>S LIMITADA | CENTRO<br>COMERCIA<br>L DEL<br>PARQUE<br>S.A.S |
| CIU                                            | L6810       | L6810                                         | L6810                                          |
| 1105 CAJA                                      | 3.225       | 1.055                                         | 59.890                                         |
| 1110 BANCOS                                    | 10.916      | 738                                           | 1.038                                          |
| 1120 CUENTAS DE AHORRO                         | 71          |                                               | 4.884                                          |
| 1125 FONDOS                                    | -           |                                               |                                                |
| 11 SUBTOTAL DISPONIBLE                         | 14.212      | 1.793                                         | 65.812                                         |
| 12 INVERSIONES (ANEXO 7)                       | -           | -                                             | -                                              |
| 13 SUBTOTAL DEUDORES (CP)                      | 450.719     | -                                             | 1.824.995                                      |
| 14 SUBTOTAL INVENTARIOS (CP)                   | 111.883     | -                                             | 30.731                                         |
| 17 SUBTOTAL DIFERIDO (CP)                      | 20.401      | -                                             | -                                              |
| TOTAL ACTIVO CORRIENTE                         | 597.215     | 1.793                                         | 1.921.538                                      |
| 12 INVERSIONES (ANEXO 7)                       | 1.331.455   | -                                             | -                                              |
| 13 SUBTOTAL DEUDORES A LARGO PLAZO             | -           | -                                             | -                                              |
| 15 PROPIEDADES PLANTA Y EQUIPO(ANEXO 9)        | 1.238.636   | 1.567.218                                     | 760.489                                        |
| 16 SUBTOTAL INTANGIBLES                        | -           | -                                             | 289.148                                        |
| 17 SUBTOTAL DIFERIDOS                          | -           | -                                             | -                                              |
| 18 SUBTOTAL OTROS ACTIVOS                      | -           | -                                             | -                                              |
| 19 SUBTOTAL VALORIZACIONES                     | -           | 309.828                                       | 3.328.228                                      |
| TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE                      | 2.570.091   | 1.877.046                                     | 4.377.865                                      |
| TOTAL ACTIVO                                   | 3.167.306   | 1.878.839                                     | 6.299.403                                      |
| 21 OBLIGACIONES FINANCIERAS (ANEXO10)<br>(CP)  | 97.346      | 31.572                                        | 118.604                                        |
| 22 PROVEEDORES (ANEXO 10) (CP)                 | -           | -                                             | 861                                            |
| 23 SUBTOTAL CUENTAS POR PAGAR (CP)             | 7.586       | -                                             | 94.214                                         |
| 24 IMPUESTOS GRAVÃ • MENES Y TASAS (CP)        | 21.895      |                                               | 61.998                                         |
| 25 OBLIGACIONES LABORALES (CP)                 | 25.448      |                                               | 14.633                                         |
| 26 SUBTOTAL PASIVOS ESTIMAD. Y PROVIS.<br>(CP) | -           | -                                             | -                                              |
| 27 DIFERIDOS (CP)                              |             |                                               |                                                |
| 28 SUBTOTAL OTROS PASIVOS (CP)                 | -           | -                                             | 10.719                                         |
| 29 SUBTOTAL BONOS Y PAPELES COMERCIA.<br>(CP)  | -           | -                                             | -                                              |
| TOTAL PASIVO CORRIENTE                         | 152.275     | 31.572                                        | 301.029                                        |
| 21 OBLIGACIONES FINANCIERAS (ANEXO10)          | -           | -                                             | 629.821                                        |
| 22 PROVEEDORES (ANEXO 10) (LP)                 | -           | -                                             | -                                              |



|                                              |           |           |           |
|----------------------------------------------|-----------|-----------|-----------|
| 23 SUBTOTAL CUENTAS POR PAGAR                | 858.314   | -         | -         |
| 24 IMPUESTOS GRAVÃ • MENES Y TASAS (LP)      |           |           |           |
| 25 OBLIGACIONES LABORALES                    |           |           |           |
| 26 SUBTOTAL PASIVOS ESTIMAD. Y PROVIS.       | -         | -         | -         |
| 27 SUBTOTAL DIFERIDOS                        | -         | -         | -         |
| 28 SUBTOTAL OTROS PASIVOS                    | 57.137    | -         | -         |
| 29 SUBTOTAL BONOS Y PAPELES COMERCIA.        | -         | -         | -         |
| TOTAL PASIVO NO CORRIENTE                    | 915.451   | -         | 629.821   |
| TOTAL PASIVO                                 | 1.067.726 | 31.572    | 930.850   |
| 31 SUBTOTAL CAPITAL SOCIAL                   | 672.617   | 631.268   | 2.015.866 |
| 32 SUBTOTAL SUPERÃ • VIT DE CAPITAL          | 140.000   | -         | -         |
| 33 RESERVAS (ANEXO 11)                       | 115.671   | 1.882     | -         |
| 34 REVALORIZACIÃ“N DEL PATRIMONIO            | 433.537   | 927.508   | 20        |
| 35 DIVIDEN. O PARTC. DECRET. EN ACC.O CUOTAS |           |           |           |
| 36 RESULTADOS DEL EJERCICIO                  | 35.304    | 8.143     | 14.444    |
| 37 RESULTADOS DE EJERCICIOS ANTERIORES       | 702.451   | 77.665    | 9.995     |
| 38 SUPERÃ • VIT POR VALORIZACIONES           |           | 200.801   | 3.328.228 |
| TOTAL PATRIMONIO                             | 2.099.580 | 1.847.267 | 5.368.553 |
| TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO                    | 3.167.306 | 1.878.839 | 6.299.403 |

Fuente: Superintendencia de Sociedades

## 2015

| NIT                                     | 817.001.072  | 821.000.170                                  | 900.355.606                                   |
|-----------------------------------------|--------------|----------------------------------------------|-----------------------------------------------|
| RAZON SOCIAL                            | ZALKA S<br>A | INMOBILIARIA Y<br>ARRENDAMIENTOS<br>LIMITADA | CENTRO<br>COMERCIAL<br>DEL<br>PARQUE<br>S.A.S |
| CIU v 3                                 | L6810        | L6810                                        | L6810                                         |
| 1105 CAJA                               | -            | 1.055                                        | 24.197                                        |
| 1110 BANCOS                             | 21.503       | 738                                          | 10.400                                        |
| 1120 CUENTAS DE AHORRO                  | 71           |                                              | 3.483                                         |
| 1125 FONDOS                             |              |                                              |                                               |
| 11 SUBTOTAL DISPONIBLE                  | 21.574       | 1.793                                        | 38.080                                        |
| 12 INVERSIONES                          | -            | -                                            | -                                             |
| 13 SUBTOTAL DEUDORES CP                 | 406.646      | -                                            | 1.938.645                                     |
| 14 SUBTOTAL INVENTARIOS CP              | 136.999      | -                                            | 330                                           |
| 17 SUBTOTAL DIFERIDO CP                 | -            | -                                            | -                                             |
| TOTAL ACTIVO CORRIENTE                  | 565.219      | 1.793                                        | 1.977.055                                     |
| 12 INVERSIONES                          | 1.331.455    | 5.057                                        | -                                             |
| 13 SUBTOTAL DEUDORES A LARGO PLAZO      | -            | -                                            | -                                             |
| 15 PROPIEDADES PLANTA Y EQUIPO          | 1.237.184    | 1.504.541                                    | 712.076                                       |
| 16 SUBTOTAL INTANGIBLES                 | -            | -                                            | 269.931                                       |
| 17 SUBTOTAL DIFERIDOS                   | -            | -                                            | -                                             |
| 18 SUBTOTAL OTROS ACTIVOS               | -            | -                                            | -                                             |
| 19 SUBTOTAL VALORIZACIONES              | 13.062.128   | 400.073                                      | 3.328.228                                     |
| TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE               | 15.630.767   | 1.909.671                                    | 4.310.235                                     |
| TOTAL ACTIVO                            | 16.195.986   | 1.911.464                                    | 6.287.290                                     |
| 21 OBLIGACIONES FINANCIERAS CP          | 60.423       | 76.881                                       | 112.420                                       |
| 22 PROVEEDORES CP                       | 2.183        | -                                            | 731                                           |
| 23 SUBTOTAL CUENTAS POR PAGAR CP        | 31.890       | -                                            | 34.578                                        |
| 24 IMPUESTOS GRAVAMENES Y TASAS CP      | 19.706       |                                              | 129.323                                       |
| 25 OBLIGACIONES LABORALES CP            | 25.436       |                                              | 19.342                                        |
| 26 SUBTOTAL PASIVOS ESTIMAD Y PROVIS CP | -            | -                                            | -                                             |
| 27 DIFERIDOS CP                         |              |                                              |                                               |
| 28 SUBTOTAL OTROS PASIVOS CP            | -            | -                                            | 8.495                                         |
| 29 SUBTOTAL BONOS Y PAPELES COMERCIA CP | -            | -                                            | -                                             |
| TOTAL PASIVO CORRIENTE                  | 139.638      | 76.881                                       | 304.889                                       |
| 21 OBLIGACIONES FINANCIERAS             | -            | -                                            | 495.227                                       |
| 22 PROVEEDORES LP                       | -            | -                                            | -                                             |
| 23 SUBTOTAL CUENTAS POR PAGAR           | 759.713      | -                                            | -                                             |
| 24 IMPUESTOS GRAVAMENES Y TASAS LP      |              |                                              |                                               |
| 25 OBLIGACIONES LABORALES               |              |                                              |                                               |
| 26 SUBTOTAL PASIVOS ESTIMAD Y PROVIS    | -            | -                                            | -                                             |
| 27 SUBTOTAL DIFERIDOS                   | -            | -                                            | -                                             |
| 28 SUBTOTAL OTROS PASIVOS               | 117.000      | -                                            | -                                             |
| 29 SUBTOTAL BONOS Y PAPELES COMERCIA    | -            | -                                            | -                                             |
| TOTAL PASIVO NO CORRIENTE               | 876.713      | -                                            | 495.227                                       |

|                                        |            |           |           |
|----------------------------------------|------------|-----------|-----------|
| TOTAL PASIVO                           | 1.016.351  | 76.881    | 800.116   |
| 31 SUBTOTAL CAPITAL SOCIAL             | 1.246.154  | 631.268   | 2.015.866 |
| 32 SUBTOTAL SUPERAVIT DE CAPITAL       | -          | -         | -         |
| 33 RESERVAS                            | 119.201    | 1.882     | 1.444     |
| 34 REVALORIZACION DEL PATRIMONIO       | -          | 927.508   | 20        |
| 35 DIVIDEN O PARTDECRET EN ACO CUOTAS  |            |           |           |
| 36 RESULTADOS DEL EJERCICIO            | 17.925     | 1.461     | 118.622   |
| 37 RESULTADOS DE EJERCICIOS ANTERIORES | 734.227    | 60.173    | 22.994    |
| 38 SUPERAVIT POR VALORIZACIONES        | 13.062.128 | 212.291   | 3.328.228 |
| TOTAL PATRIMONIO                       | 15.179.635 | 1.834.583 | 5.487.174 |
| TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO              | 16.195.986 | 1.911.464 | 6.287.290 |

Fuente: Superintendencia de Sociedades

## Anexo F. Estado de Ganancias y Pérdidas de las empresas, 2014-2015

**2014**

| .                                                     | 817.001.072 | 821.000.170                                  | 900.355.606                                |
|-------------------------------------------------------|-------------|----------------------------------------------|--------------------------------------------|
| RAZON SOCIAL                                          | ZALKA S A   | INMOBILIARIA<br>Y<br>ARRENDAMIENTOS LIMITADA | CENTRO<br>COMERCIAL DEL<br>PARQUE<br>S.A.S |
| CIU v 3                                               | L6810       | L6810                                        | L6810                                      |
| 41 INGRESOS OPERACIONALES                             | 512.674     | 21.600                                       | 646.678                                    |
| 61 MENOS COSTO DE VENTAS Y DE PRESTACION DE SERVICIOS | 153.180     | -                                            | 73.465                                     |
| UTILIDAD BRUTA                                        | 359.494     | 21.600                                       | 573.213                                    |
| 51 MENOS GASTOS OPERACIONALES DE ADMINISTRACION       | 274.931     | 6.790                                        | 586.181                                    |
| 52 MENOS GASTOS OPERACIONALES DE VENTAS               | -           | -                                            | 166.229                                    |
| UTILIDAD OPERACIONAL                                  | 84.563      | 14.810                                       | - 179.197                                  |
| 42 MAS INGRESOS NO OPERACIONALES                      | 7.296       | -                                            | 361.936                                    |
| 53 MENOS GASTOS NO OPERACIONALES                      | 35.542      | -                                            | 143.905                                    |
| UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS                           | 56.317      | 14.810                                       | 38.834                                     |
| 54 MENOS IMPUESTO DE RENTA Y COMPLEMENTARIOS          | 21.013      | 6.667                                        | 24.390                                     |
| 59 GANANCIAS Y PERDIDAS                               | 35.304      | 8.143                                        | 14.444                                     |

Fuente: Superintendencia de Sociedades

2015

| NIT                                                   | 817.001.072 | 821.000.170                                  | 900.355.606                                |
|-------------------------------------------------------|-------------|----------------------------------------------|--------------------------------------------|
| RAZON SOCIAL                                          | ZALKA S A   | INMOBILIARIA<br>Y<br>ARRENDAMIENTOS LIMITADA | CENTRO<br>COMERCIAL DEL<br>PARQUE<br>S.A.S |
| CIU v 3                                               | L6810       | L6810                                        | L6810                                      |
| 41 INGRESOS OPERACIONALES                             | 478.257     | 21.600                                       | 674.808                                    |
| 61 MENOS COSTO DE VENTAS Y DE PRESTACION DE SERVICIOS | 235.385     | -                                            | 158.526                                    |
| UTILIDAD BRUTA                                        | 242.872     | 21.600                                       | 516.282                                    |
| 51 MENOS GASTOS OPERACIONALES DE ADMINISTRACION       | 174.159     | 8.689                                        | 485.782                                    |
| 52 MENOS GASTOS OPERACIONALES DE VENTAS               | -           | -                                            | 433.146                                    |
| UTILIDAD OPERACIONAL                                  | 68.713      | 12.911                                       | - 402.646                                  |
| 42 MAS INGRESOS NO OPERACIONALES                      | 1.007       | -                                            | 734.613                                    |
| 53 MENOS GASTOS NO OPERACIONALES                      | 31.491      | -                                            | 133.484                                    |
| UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS                           | 38.229      | 12.911                                       | 198.483                                    |
| 54 MENOS IMPUESTO DE RENTA Y COMPLEMENTARIOS          | 20.304      | 11.450                                       | 79.861                                     |
| 59 GANANCIAS Y PERDIDAS                               | 17.925      | 1.461                                        | 118.622                                    |

Fuente: Superintendencia de Sociedades