

METODOLOGÍA DE ANÁLISIS DE LA PERDURABILIDAD FINANCIERA DE LA
MIPYMES EN COLOMBIA. ESTUDIO DE CASO: PROADHESIVOS SAS

CHRISTIAN ESPINOSA RAMÍREZ

COLEGIO MAYOR DE NUESTRA SEÑORA DEL ROSARIO

FACULTAD ECONOMÍA

PREGRADO: FINANZAS Y COMERCIO INTERNACIONAL

BOGOTÁ, D.C.

2013

CONTENIDO

INTRODUCCIÓN

1	PERFIL DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LAS MIPYMES EN COLOMBIA	
1.1	Situación jurídica de las empresas.....	Pág. 4
1.2	Perfil financiero de las Mipymes en Colombia.....	Pág. 5
2	EL ANÁLISIS FINANCIERO EN EL ENTORNO DE LAS MIPYMES	
2.1	Aspectos Generales.....	Pág. 11
2.2	Análisis Financiero.....	Pág. 12
2.2.1	<i>Análisis de Rentabilidad</i>	Pág. 20
2.2.2	<i>Análisis de Liquidez</i>	Pág. 23
2.2.3	<i>Análisis de Endeudamiento</i>	Pág. 26
2.2.4	<i>Análisis del Flujo de Caja</i>	Pág. 28
2.2.5	<i>Análisis Contable</i>	Pág. 31
2.2.6	<i>Análisis de Riesgo</i>	Pág. 32
2.2.7	<i>Análisis de la Estrategia</i>	Pág. 33
2.2.8	<i>Análisis de la Industria</i>	Pág. 33
2.2.9	<i>Análisis Prospectivo</i>	Pág. 34
3	FACTORES FINANCIEROS QUE HACEN POSIBLE LA PERDURABILIDAD DE LAS MIPYMES.....	Pág. 36

4	METODOLOGIA DE ANALISIS: PERDURABILIDAD FINANCIERA.	
	ESTUDIO DE CASO: PROADHESIVOS SAS	
4.1	Introducción.....	Pág. 41
4.2	Sector Pulpa, papel e industria gráfica.....	Pág. 44
4.2.1	<i>Proadhesivos SAS: Historia y Actividad</i>	Pág. 45
4.3	Análisis de indicadores financieros últimos 3 años.....	Pág. 46
4.4	Análisis sobre proyección.....	Pág. 52
4.4.1	Best Case Scenario.....	Pág. 52
4.4.2	Worst Case Scenario.....	Pág. 59
4.5	Análisis sobre la perdurabilidad financiera.....	Pág. 69
4.5.1	EVA.....	Pág. 71
4.5.2	El modelo Z score de Edward I. Altman.....	Pág. 76
4.5.3	EVA y Modelo Z score en Best y Worst Case.....	Pág. 80
5	CONCLUSIONES.....	Pág. 84

REFERENCIAS

ANEXOS

INTRODUCCIÓN

La utilización de los conceptos, elementos y herramientas que las finanzas pone al servicio de las empresas permite a los gerentes o personas responsables de la operación del negocio desarrollar capacidades y habilidades en la interpretación de información como indicadores y en el análisis de resultados financieros, muy importante para tomar decisiones correctas y óptimas en la compañía. Los académicos Schall Lawrence y Haley Charles mencionan en su obra *Administración Financiera* (1994, Pág. 10) que el alcance de la función financiera es tan grande que en muchos casos y compañías incluye el personal de varios departamentos y compromete muchos escalones de la administración en general.

En línea con lo expuesto, la relevancia del presente estudio radica en la importancia de abordar, las finanzas en las Mipymes que son personas jurídicas con un alto nivel de consideración para el desarrollo de la economía nacional, ya que su perdurabilidad afecta directamente factores relacionados con el empleo. De acuerdo con un estudio de la OCDE publicado en la revista portafolio en un artículo del 17 de Noviembre de 2012, se menciona que las PYMES aportan el 67% de empleos en América Latina. Pero también este tipo de empresas influye en el sostenimiento del Estado y de la misma economía local y, en algunos casos, internacional, lo que ha hecho que entidades públicas promuevan su fortalecimiento. Sin embargo, entre otras cosas por su débil estructura, las Mipymes son vulnerables a errores y omisiones financieras.

Si bien es cierto existen trabajos de investigación inspirados en las Mipymes debido a su importancia ya mencionada, algunos como: *Manual de gestión financiera para Pymes* Cantalapiedra, Mario (2001), *Las pymes: Vitales para la recuperación del crecimiento*

económico Cárdenas Patricia, S. P. (2002), Escuela de Administración de Negocios (1989) *La problemática de la pequeña y mediana empresa en Colombia*, Rivera, Jorge (2007), *Perdurabilidad financiera y factores determinantes de la estructura de capital de las Pymes del sector de confecciones del Valle del Cauca en el Período 2000 – 2004*. Rodríguez, Astrid (2003) *La realidad de la Pyme colombiana, desafío para el desarrollo*, Sánchez, John; Osorio, Jaime y Baena, Ernesto (2007) *Algunas aproximaciones al problema de financiamiento de las pymes en Colombia*, Universidad Sergio Arboleda (2005) *Situación y necesidades de la pequeña y mediana empresa*. El aporte del presente trabajo irá encaminado a contribuir en el soporte práctico de la teoría del análisis financiero, considerada equivocadamente por algunos como una sencilla herramienta cuantitativa, o en el caso de otros simplemente no considerados.

En este sentido, a través de una metodología financiera a partir de un estudio de caso, el presente trabajo estará orientado a contribuir en los elementos y herramientas del área de finanzas, de la proyección a partir de una estructura financiera y en los conceptos que generen información de perdurabilidad y sostenibilidad financiera válidos y aplicables en el ámbito de las Mipymes. El estudio de caso se realizará con Proadhesivos SAS, pequeña empresa ubicada en Santiago de Cali, con 17 años de experiencia en la comercialización de productos para el sector de artes gráficas, ya que desde su constitución, el autor del trabajo de grado ha estado ligado a la empresa.

El presente estudio se divide en cinco partes, la primera describe y menciona las principales características de la estructura financiera de las Mipymes en Colombia. En la segunda sección, se aborda el análisis financiero. El tercer capítulo presenta los factores que contribuyen a la perdurabilidad en las Mipymes. El cuarto capítulo propone una

metodología de análisis sobre la perdurabilidad financiera en una empresa, Mipyme colombiana, en estudio, y por último las conclusiones.

1. PERFIL DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LAS MIPYMES EN COLOMBIA

1.1 Situación jurídica de las empresas en Colombia

Tal como están constituidas en Colombia, las Mipymes son definidas en la Ley 905 (2004), la cual busca promover los escenarios para el desarrollo de estas unidades productivas y comerciales, debido a su importancia y relevancia en la economía del país.

“Artículo 2°. Definiciones. Para todos los efectos, se entiende por micro incluidas las Famiempresas pequeña y mediana empresa, toda unidad de explotación económica, realizada por persona natural o jurídica, en actividades empresariales, agropecuarias, industriales, comerciales o de servicio, rural o urbana, que responda a dos (2) de los siguientes parámetros:

1. Mediana empresa:

- a) Planta de personal entre cincuenta y uno (51) y doscientos (200) trabajadores, o
- b) Activos totales por valor entre cinco mil uno (5.001) a treinta mil (30.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes.

2. Pequeña empresa:

- a) Planta de personal entre once (11) y cincuenta (50) trabaja-dores, o
- b) Activos totales por valor entre quinientos uno (501) y menos de cinco mil (5.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes o,

3. Microempresa:

- a) Planta de personal no superior a los diez (10) trabajadores o,

b) Activos totales excluida la vivienda por valor inferior a quinientos (500) salarios mínimos mensuales legales vigentes (Congreso de Colombia, 2004, art. 2°)''.

Tal como se observa, la definición de las Mipymes se encuentra definida por dos factores básicos: número de trabajadores y/o activos totales.

1.2 Perfil financiero de las Mipymes en Colombia

De acuerdo con la CEPAL en su estudio Perspectivas económicas de América Latina 2013: políticas de Pymes para el cambio estructural (2012), Las pymes latinoamericanas pueden transformarse en agentes importantes del cambio estructural y del aumento de la productividad en cada uno de los países. Sin embargo, para lograr este objetivo es necesario un cambio de enfoque en las políticas hacia las pymes. En particular, las políticas en los ámbitos de financiamiento, competencias y formación, entre otras para que puedan ayudar a las pymes a superar sus barreras. En Colombia, las Mipymes constituyen el 93.2% del total de las empresas del país según el estudio de la CEPAL.

Proporción de empresas según tamaño en países seleccionados de América Latina y de la OCDE
(en porcentajes)

Países	Micro	Pequeñas	Medianas	Grandes
Argentina	81.6	16.1	1.9	0.4
Brasil	85.4	12.1	1.4	1.1
Chile	90.4	7.8	1.2	0.6
Colombia	93.2	5.5	1	0.3
Ecuador	95.4	3.8	0.6	0.2
México	95.5	3.5	0.8	0.2
Perú	98.1	1.54	0.34	0.02
Uruguay	83.4	13	3	0.6
Alemania	83	14.1	2.4	0.5
España	92.6	6.5	0.8	0.1
Francia	93	5.9	0.9	0.2
Italia	94.4	5	0.5	0.1

Fuente: Estudio CEPAL. Para los países de América Latina y México, elaboración con base en información oficial de los países; Para Alemania, España, Francia e Italia, OCDE (2011).

Pese a su importancia expuesta en cifras, la Mipyme se caracteriza por tener una estructura financiera frágil (particularmente la micro y pequeña empresa), un capital social comúnmente pequeño además de muy poca gestión financiera.

Un trabajo realizado por Rodríguez (2003) refleja que para los dueños o socios de las empresas (Mipymes) el fortalecimiento del área de finanzas con empleados preparados en esta materia no es lo más importante. Menciona que tres de cada cinco empresarios manifiestan que requieren con prioridad fortalecer el área de mercadeo y/o ventas; tres de cada diez, los temas financieros; por último se encuentra la planeación y producción.

Mipymes	Áreas de Prioridad
60%	Mercadeo y Ventas
30%	Finanzas
5%	Planeación
5%	Producción

Fuente: Rodríguez (2003)

De igual forma, afirma que en el período 1999 – 2003, el nivel de endeudamiento de estas empresas tuvo una leve disminución del 44% al 40%. Esta baja en el endeudamiento se encuentra relacionada con la crisis económica experimentada en Colombia a finales del siglo XX, que afectó a varios sectores entre ellos al sistema financiero lo cual, en cierta forma, dificultó el acceso al crédito en términos generales.

Posteriormente, Sánchez, Osorio y Baena (2007) se centran en el análisis del financiamiento de las Pymes en Colombia, su problemática y perspectivas. Se destaca en el estudio que una de las grandes dificultades es la ausencia de proyectos financieros, expresan que las Pymes enfrentan algunos problemas en el manejo y suministro de información financiera y contable, es decir, algunas no llevan registros contables adecuados y no saben estructurar apropiadamente los proyectos financieros cuando solicitan un crédito particularmente las micro y pequeñas empresas. A esto se suma, esfuerzos estatales no suficientes para fortalecerlas lo que origina, en su conjunto, los inconvenientes de acceso de estas empresas al mercado financiero para su debido fortalecimiento.

El tema del análisis financiero de las Mipymes en Colombia está determinado por una serie de factores que inciden en su proyección y perdurabilidad en el mercado, siendo uno de estos aspectos la forma como se encuentra estructurado su capital. Conforme a los aportes de Rivera (2007), citando investigaciones realizadas por la Superintendencia de Sociedades, la estructura de capital de las Mipymes se encuentra conformada aproximadamente de la siguiente forma:

Activo 100%	Pasivo	44%
	Patrimonio	56%

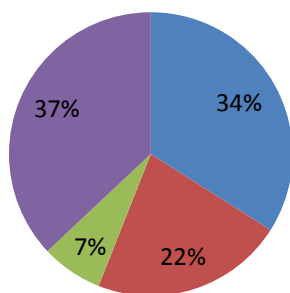
Una encuesta realizada por Fundes Internacional a una muestra de 100 Mipymes en el 2008, tan solo el 57% de estas empresas piensan que una estrategia financiera aporta en el desarrollo del negocio. También revela que un 45% de la muestra aún se endeuda con los socios o con terceros debido a la dificultad de acceso al crédito financiero. De acuerdo con la encuesta de FUNDES, el 75% de las Mipymes habían tenido utilidades netas positivas en los últimos años y el 71% de ellas cumplen con indicadores financieros en rentabilidad, liquidez y endeudamiento, lo que resulta ser interpretaciones alentadoras.

En el 2008 la Universidad del Rosario en su fascículo: *modelo para que las empresas vivan más tiempo*, menciona los elevados índices de mortalidad empresarial que se registran en Colombia de acuerdo con estudios realizados por Global Entrepreneurship Monitor (GEM). Esta investigación revela que solo el 12.61% de los negocios que se establecen logran superar los 42 meses de estar en el mercado.

Por otro lado, Montoya, Montoya y Castellanos (2010) en su publicación *situación de la competitividad de las Pymes en Colombia: elementos actuales y retos* realizan una radiografía de cómo están distribuidas las Pymes por sectores en el país y como se encuentran repartidas por el territorio nacional:

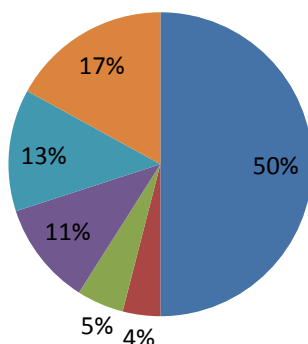
Sectores de las PYME en Colombia

■ Comercio ■ Industria ■ Agro ■ Servicios



Ubicación de las PYME en Colombia

■ Bogota ■ Bucaramanga ■ Barranquilla ■ Cali ■ Medellin ■ Resto y Agro



Se puede verificar que en el comercio y los servicios se establecen las actividades de la mayoría de las PYME en Colombia. Además que las ciudades Bogotá, Medellín y Cali concentran la ubicación de las empresas. El estudio analizó 8.325 empresas.

En una parte del proyecto de investigación realizado por la Universidad EAN (2011) “Pymes exportadoras colombianas que sobresalen y perduran” se menciona que un elemento que resta competitividad a las pymes es su “gestión financiera deficiente” y por el

contrario, expresa el estudio, una excelente gestión financiera es una característica de las empresas (Pymes) exitosas entrevistadas en el proyecto. En línea con lo mencionado sobre el perfil financiero de las Mipyme, la Escuela de Administración de Negocios desarrolló un trabajo sobre *la problemática de la pequeña y mediana empresa en Colombia*, acerca de la dificultad de este tipo de compañías de acceder a la banca comercial en nuestro país puesto que el sistema financiero hace mayor énfasis en la evaluación de la capacidad de pago, las garantías y reciprocidades antes que la factibilidad económica de los proyectos que las Mipymes exponen para su crecimiento y desarrollo. Si bien es cierto este trabajo ha mencionado, desde su propuesta, como característica de las finanzas en las Mipymes una baja conciencia en el análisis de su estructura financiera, áreas de finanzas no constituidas o poco desarrolladas, políticas financieras deficientes y generación de decisiones a partir únicamente del análisis contable y experiencia del negocio, no se puede dejar a un lado referir que el perfil financiero de las Mipymes también se caracteriza por ser más conservador que el de las grandes empresas.

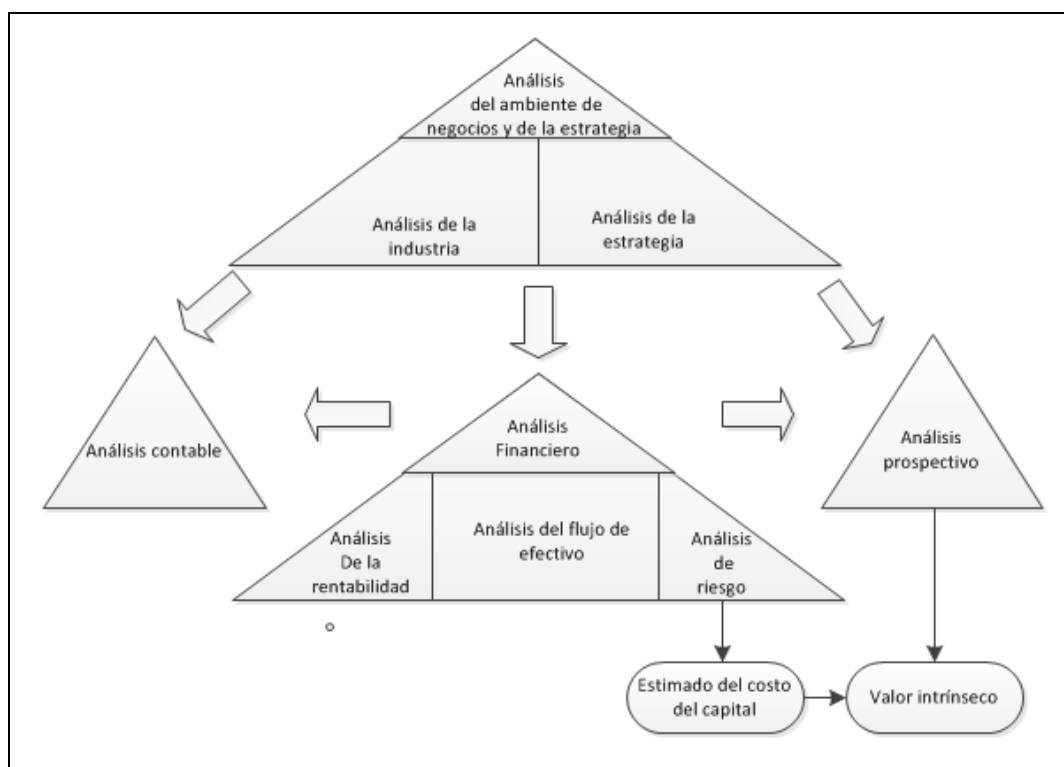
2. ANALISIS FINANCIERO EN EL ENTORNO DE LAS MIPYMES

2.1 Aspectos Generales

Antes de abordar el tema del análisis financiero en las Mipymes, es preciso ubicarlo como parte integral de un marco más amplio cuyo eje es el análisis de negocios, el cual corresponde a una evaluación sobre las perspectivas y riesgos que tiene una empresa, a fin de que se puedan tomar las decisiones más ajustadas a su realidad: “El análisis de negocios ayuda a tomar decisiones informadas, contribuyendo a estructurar la tarea de decisión mediante una evaluación del ambiente de negocios de una compañía, de sus estrategias, desempeño y posición financiera” (Wild, Subramanyam y Halsey, 2007, p. 4).

Según estos autores, el análisis de negocios comprende entre otros aspectos el estudio de crédito, la interpretación de la información contable, el análisis del ambiente de negocios, de la estrategia, de la industria, de la rentabilidad, del riesgo, el análisis prospectivo y del flujo de efectivo, entre otros. Vale subrayar cómo pese a ser análisis independientes, algunos de estos se toman bajo el concepto de análisis financiero, aun cuando, de forma estricta, corresponden o hacen parte más de la administración. En la Figura 1 se muestra la forma como está estructurado el análisis de negocios y la ubicación del análisis financiero, siendo parte esencial de los otros tres componentes como son el análisis de rentabilidad, flujo de efectivo y análisis de riesgo.

Figura 1. Estructura general del análisis de negocios.



Fuente: Wild et al, 2007, p. 10.

Conforme a esta estructura definida en la figura 1, a continuación el trabajo abordará conceptos relevantes del análisis e interpretación sobre indicadores financieros en los campos de: rentabilidad, liquidez, endeudamiento y flujo de caja.

2.2 Análisis Financiero

Horrigan (1968) en su libro *The Accounting Review* plantea que la evolución del análisis de ratios tiene su origen en lo establecido por Euclides sobre las propiedades de los ratios en el *Libro V* de *Los Elementos* aproximadamente 300 años A.C. Sin embargo, también menciona que, la adopción de los ratios como herramienta de análisis de los

estados financieros es relativamente reciente. Pero además, resalta que las primeras causas del análisis financiero surgieron en la segunda mitad del siglo XIX con el sector financiero tomando una fuerza predominante en la economía.

Entonces es en el sistema bancario donde tiene origen el análisis financiero puesto que era usado en estudios de crédito para empresas de sectores industriales de la economía que hacia 1870 empiezan a generar estados financieros muy sencillos. Finalizando el siglo XIX los balances generales ya venían diferenciados en su estructura corriente y no corriente, lo que le dio origen al primer indicador en la historia del análisis financiero: *la razón corriente*.

Horrigan (1968) expone puntos interesantes como que durante las primeras décadas del siglo XX se desarrollaron nuevos indicadores, se originan nuevos criterios para el análisis financiero alrededor de los indicadores siendo el más relevante la proporción 2:1 de la razón corriente y surge el ejercicio de realizar el análisis frente a otras empresas.

Ya en la década de 1930 existían varias investigaciones y desarrollos alrededor de indicadores para el análisis financiero de Universidades y entidades financieras dedicadas al otorgamiento de créditos. En 1932, Paul J. FritzPatrick escribió tres artículos para la revista *The Certified Public Accountant* en donde expuso un grupo de 13 ratios, en un ejercicio con 40 empresas, como indicadores de bancarrota y se considera de importancia histórica porque fue de los primeros trabajos sobre razones financieras y su análisis de perdurabilidad en las empresas teniendo en cuenta índices de liquidez y endeudamiento. Cabe anotar que, la fuente de información de los estudios eran las grandes empresas

quienes ya generaban estados financieros con una estructura similar a la que actualmente se conoce.

Con las bases construidas en la primera mitad del siglo XX los estudios, las investigaciones y las discusiones alrededor del análisis financiero se enfocan en cuáles son los indicadores que generan mayor información para la interpretación financiera sobre la operación en una compañía y, particularmente en el sistema financiero, en la eficacia de los indicadores para predecir dificultades en las finanzas de un negocio. En la segunda mitad del siglo XX el desarrollo en este campo se realiza en la interpretación de los indicadores ajustado más a la realidad de las empresas, de los sectores y de la economía que a la rigidez de la teoría en cada índice que fue siempre vulnerable frente a la crítica. Salmi y Martikainen (1994) reproducen un paper alrededor de lo anterior llamado *a review of the theoretical and empirical basis of financial ratio analysis* en el cual revisan las tendencias del análisis sobre los estados financieros, centrándose sobre las bases teóricas y empíricas.

El breve recuento histórico sobre el análisis financiero argumenta la importancia de su existencia y participación en el mundo de las finanzas como herramienta para tomar decisiones, en las compañías, a través de relaciones cuánticas, ratios o indicadores.

Por su lado, Baena (2010) destaca tres etapas para la realización del análisis financiero como son Recopilación, interpretación y comparación:

- Recopilación: corresponde a toda aquella información cualitativa y cuantitativa de la empresa. Cualitativo hace referencia a la planeación a mediano y largo plazo de la administración, estructura organizacional, conocimiento del talento humano, uso de la tecnología, calidad de los clientes y proveedores, entre otros muchos factores.

Cuantitativo hace referencia a la recopilación de la información principalmente establecida en el balance general, estado de resultados, estado de cambios en la situación financiera y flujos de efectivo.

- Interpretación: basada en la realización de los diferentes cálculos que se pueden hacer a partir de la información financiera, análisis vertical u horizontal, análisis de indicadores financieros y flujos de caja.
- Comparación: como su nombre lo indica es establecer un paralelo de la información obtenidos en los diferentes períodos analizados. En esta fase se utilizan diversas técnicas como valor absoluto, valor relativo o de porcentaje, números índices, razón y representación gráfica.

Generalmente en las entidades bancarias, el segmento al que pertenecen las pequeñas empresas corresponde a segmentos masivos en donde el análisis financiero en el área de crédito o riesgos no se basa en la cantidad de índices o razones sino en la calidad de los mismos y que sean consecuentes en términos de aplicación con el tamaño de la empresa. Así mismo, las Mipymes que usan índices para evaluar su gestión utilizan aquellos que son suficientes para generar información y que tengan capacidad de análisis.

Las principales áreas para el análisis sobre la situación financiera de un negocio son: la liquidez, la rentabilidad y el endeudamiento.

Así mismo, Mayes y Shank (2010) destacan las razones o ratios financieros como herramienta importante para el análisis de una situación financiera, expresando que las razones son como el microscopio de un analista, puesto que permiten tener una mejor imagen de la salud financiera que simplemente realizar una observación superficial de los

estados financieros. Financieramente, los campos básicos (y por esto no menos importantes) para el análisis a una empresa son en liquidez, apalancamiento, cobertura y rentabilidad. Al utilizarlas por parte de las organizaciones, se puede lograr tener una realidad y evaluación sobre la situación de la empresa y, en consecuencia, el desempeño de quienes están al frente. A este examen, los autores suman el tema de la importancia de los pronósticos en los estados financieros por cuanto permite realizar una planeación y brindar información a los inversionistas de la empresa. También expresan que el método más sencillo de pronosticar estados de resultados y balances generales es el del porcentaje de ventas, que tiene la ventaja adicional de requerir relativamente pocos datos para hacer un pronóstico.

Bianor (2001), de igual forma, señala como métodos del análisis financiero: el análisis vertical y horizontal, además de las razones financieras. También expone que la base para este tipo de interpretación está dada por una buena planificación, la cual se debe sustentar en las debilidades y fortalezas de la organización, lo que le permite proyectar de igual manera las operaciones a emprender.

Otro de los aportes, es el dado por Jiménez (s. f.), quien señala la existencia de varios tipos de análisis financiero como es el tradicional y el moderno. El primero está caracterizado por los ratios o índices, el análisis vertical y horizontal, el estado de usos y fuentes de fondos. El segundo está compuesto por la aplicación de métodos estadísticos, dentro de los que se destaca la interpretación discriminante y otras herramientas a la información que tiene la organización.

El autor define al análisis vertical como una forma particular de aplicación de ratios, pues se sustenta sobre la misma base conceptual de obtener cocientes a partir de la relación entre dos ítems. Básicamente es identificar la participación de cada cuenta registrada en los estados financieros en el total de los activos, de los pasivos y del patrimonio según corresponda. En cambio, de acuerdo con el autor, el análisis horizontal busca medir la variación que ha experimentado cada rubro de las distintas estructuras de la empresa con respecto al período inmediatamente anterior.

Así mismo, Jiménez subraya los aspectos previos que se deben tener en cuenta para el análisis financiero como son:

- Comparación: la información para el análisis u interpretación de los estados financieros debe tener la capacidad de poderse comparar (por tiempo o datos) en el sector económico en el que se encuentra, aun cuando recalca que pese a ser datos relativos, su validez se encuentra precisamente en la capacidad de comparación.
- Carencia de estándares: sobre este aspecto señala la inexistencia de índices buenos o malos, en tanto que su uso está determinado por los objetivos que se propongan y las condiciones reales en que se encuentre el mercado.
- Refinamiento de la información contable: este aspecto consiste en tener la capacidad de separar o determinar cuáles corresponden a datos financieros (recursos) frente a los económicos (resultados) en la medida en que en estos últimos hay unos datos que no representan flujos reales de fondos.
- Período de los estados financieros: esto depende del tipo de períodos que se definan, pero deben ser periodos comparables.

- Variaciones por temporadas: dependiendo de la organización, el análisis financiero debe tener en cuenta la estacionalidad del negocio.

- Efectos de la corrección monetaria: este es uno de los aspectos que afecta el tipo de inversiones relacionadas con las importaciones o exportaciones o, el tipo de productos o materias primas que son utilizados en la industria respectiva y si éstos dependen de los niveles de importación.

- Conocimiento del sector: para Jiménez (s. f.), es esencial que el analista tenga claridad sobre el sector económico en que se encuentra la empresa en estudio y el tipo de prácticas empresariales que se llevan a cabo.

A continuación, se presentan los indicadores que pueden ser aplicados a las Mipymes en las áreas de rentabilidad, liquidez y endeudamiento ya que, como lo expresan los académicos Ross, Westerfield, Jordan (2007, Pág. 55), existen otras medidas que requieren “información que no necesariamente se encuentra contenida en los estados financieros” sino, por ejemplo, en el mercado de valores como es el precio de la acción de la compañía, por lo que serían indicadores aplicables solo a las grandes empresas inscritas en el mercado bursátil.

Algunas de estas medidas son:

- Razón precio a utilidades: precio por acción/utilidades por acción
- Razón de valor de mercado a valores en libros: valor de mercado por acción/valor en libros por acción
- Capitalización de mercado
- Valor de la empresa: medida estrecha con la capitalización de mercado

- Múltiplos del valor de la empresa: valor de la empresa/EBITDA

Los índices o información en cada sección de análisis se consideran de gran ayuda para que las Mipymes (tipo de empresa del interés de este trabajo) puedan controlar e implementar mejoras que contribuyan positivamente en su gestión financiera y de esta forma a su perdurabilidad como compañía. Los indicadores o índices financieros permiten encontrar los puntos fuertes, débiles y las tendencias en la información financiera de una empresa. Sin embargo, León García (1999) resalta que un indicador financiero por sí solo no dice mucho y para poder realizarse una interpretación más precisa y que genere mayor información sobre la salud financiera de una empresa, deben ser comparados bajo otros parámetros como:

- Promedio o estándar de la industria
- Índices de periodos anteriores
- Objetivos de la empresa
- Otros índices

Es por esto, que el presente trabajo desarrollará su metodología basada en la comparación de los índices que se describen con los resultados en periodos anteriores.

2.2.1 *Análisis de Rentabilidad*

Para Cantalapiedra (2001), el análisis de rentabilidad está dado por el análisis de la estructura de sus resultados en la medida que permite dilucidar cómo participan los diferentes factores económicos en la compañía. De este modo, el autor subraya la necesidad de incluir, para una mejor información en la explicación, factores como las ventas netas, coste de ventas, gastos de administración, ingresos y beneficio neto entre otros.

Dentro de este último aspecto, se destaca la necesidad de tener claridad sobre el punto de equilibrio, el cual corresponde al “umbral de rentabilidad o punto muerto, señala aquel nivel de actividad donde la empresa cubre con los ingresos de sus ventas la totalidad de los costes, reflejando un resultado nulo (ni pérdida, ni beneficio). A partir de este punto, las ventas de la compañía empezarán a generar beneficios” (Cantalapiedra, 2001, Pág.105).

Los indicadores de rentabilidad miden la productividad y eficacia de los recursos que se están usando en la actividad económica de la compañía. Su relación con la liquidez es opuesta cuando la compañía enfrenta problemas de corto plazo, ya que ante estas situaciones se debe sacrificar la rentabilidad. Así mismo es importante anotar que, en el largo plazo es la rentabilidad la que garantiza la liquidez.

Margen Operacional: El margen operacional revela información sobre el porcentaje que queda de las ventas una vez se hayan cubierto los costos y gastos propios de la actividad comercial de la empresa. Se excluye los intereses e impuestos. Un margen alto

permite interpretar una buena rentabilidad en la operación del negocio y facilidad para cubrir las obligaciones no operativas.

$$\frac{\text{Utilidad Operativa}}{\text{Ventas}}$$

Margen Neto: El margen neto mide el porcentaje que queda de las ventas una vez se haya atendido todas las obligaciones de la compañía durante el periodo, es decir, costos, gastos, intereses e impuestos. Cuanto más alto es el margen se considera mejor el desempeño de la compañía.

$$\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Ventas}}$$

EBITDA: El EBITDA (por sus siglas en inglés) corresponde a la utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización. Comúnmente, para generar una mejor posición en este valor, se toma la información de la utilidad operacional y se adiciona la depreciación y amortización (teniendo en cuenta que son gastos contables y no salidas reales de efectivo).

De acuerdo con León García (1999, Pág. 240) la rentabilidad del activo “es el índice por excelencia para medir el éxito empresarial pues de su análisis puede lograrse una visión amplia de todos los factores que inciden, favorable o desfavorablemente en el proceso de generación de valor para la empresa”. También se tiene en cuenta como indicador de información la rentabilidad en el patrimonio (ROE). Estas razones miden la utilidad de la compañía por cada peso invertido en activos y en el capital.

Rentabilidad del Activo: Tradicionalmente conocido como ROA (return on assets), este indicador permite reflexionar sobre la inversión y la eficiencia de la compañía con respecto a su nivel de activos.

$$\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Activos}}$$

Sin embargo, para el análisis de la rentabilidad del activo se considera mucho mejor en términos de información para medir el éxito en la empresa utilizar el índice de la siguiente manera:

$$\frac{\text{Utilidad Operacional}}{\text{Activos}}$$

Así mismo, se recomienda solo considerar los activos principales corrientes y no corrientes de la compañía

Rentabilidad Neta del Patrimonio: Tradicionalmente conocido como ROE (return on equity), suministra información sobre la rentabilidad de los propietarios frente a la Utilidad antes de Impuestos que se considera la gestión completa del negocio.

$$\frac{\text{Utilidad antes de Impuestos}}{\text{Patrimonio}}$$

2.2.2 *Análisis de la liquidez*

De acuerdo con lo expresado por Ross, Westerfield, Jordan (2007), para los acreedores (normalmente sistema financiero) es de vital importancia la comprensión de las razones de liquidez, ya que por su definición los índices de liquidez en una compañía nos permiten analizar la capacidad que tiene para enfrentar sus obligaciones de corto plazo. Las razones de liquidez se basan en los activos y los pasivos circulantes o corrientes. Como se ha mencionado, el presente estudio presenta aquellos índices que permiten ser aplicados a las finanzas de una Mipyme la cual, generalmente, no cotiza en bolsa de valores y su información financiera es tomada principalmente del balance, estado de resultados y el flujo de caja. Entre los indicadores de liquidez la razón corriente es el más tradicional dentro del análisis financiero, pero no debe ser el único a revisar. Aquí depende la facilidad que tenga la empresa de convertir estos activos corrientes (principalmente cartera e inventario) en efectivo. También es muy común el índice de prueba Ácida en donde al activo corriente se le descuentan los inventarios ya que su transformación en efectivo es menos inmediata que la cartera porque tendría que concretarse primero su venta.

Índices de Rotación: Particularmente en el análisis de la rotación de la cartera y del inventario los índices de rotación permiten establecer la calidad de los activos circulantes, si rotan de acuerdo a la política de la empresa y una medición sobre la liquidez en términos dinámicos.

Rotación de cuentas por cobrar: Este indicador suministra información para el análisis del tiempo (días) que toma la cartera de la compañía en convertirse en efectivo durante un periodo determinado:

$$\frac{\text{Cuentas por Cobrar}}{\text{Ventas}} \quad * \quad \frac{\text{Periodo}}{(\# \text{ de días que contenga el periodo de estudio})}$$

Rotación Baja: Una baja rotación de las cuentas por cobrar debe afectar de forma negativa la situación de liquidez de cualquier compañía y generalmente se produce por ineficiencia en la gestión de cobro, preocupante situación de la economía o del sector o mucha competencia en la que se deben ofrecer mayores plazos a los clientes.

Rotación Alta: Una alta rotación de la cartera debe afectar de forma positiva la liquidez y generalmente es consecuencia de una eficiente gestión de cobro, rígidas políticas de cartera, poca competencia, buena situación de la economía o del sector, entre otras.

En cualquier caso, éste análisis también dependerá de la política de cobro y/o de crédito de cada empresa.

Rotación del inventario: Este indicador suministra información para el análisis del tiempo que permanece el inventario en la compañía antes de ser vendido, durante un periodo determinado:

$$\frac{\text{Inventario}}{\text{Costo de Ventas}} \quad * \quad \frac{\text{Periodo}}{(\# \text{ de días que contenga el periodo de estudio})}$$

Rotación Baja: Una baja rotación del inventario debe afectar de forma negativa la situación de liquidez de cualquier compañía y generalmente se produce por ineficiencia en el área de compras y/o producción, cambios en la demanda, alzas en los precios de venta, entre otros.

Rotación Alta: Una alta rotación del inventario debe afectar de forma positiva la situación de liquidez y generalmente se produce por eficiencia en el área de compras y/o producción, buena situación de la economía o del sector, reducción en los precios de venta, entre otros.

El análisis también dependerá de la política en inventario de cada empresa.

Rotación de las cuentas por pagar: Este indicador suministra información para el análisis del tiempo que se toma la empresa para pagar a sus proveedores, durante un periodo determinado:

$$\frac{\text{Cuentas por Pagar}}{\text{Costo de Ventas}} \quad * \quad \frac{\text{Periodo}}{(\# \text{ de días que contenga el periodo de estudio})}$$

Rotación Baja: Una baja rotación de las cuentas por pagar debe afectar de forma negativa la situación de liquidez de cualquier compañía y generalmente se da con el fin de acceder a descuentos por pronto pago, estricta política de cobro de proveedores, dificultad de la empresa en la conversión del activo circulante en efectivo, entre otras.

Rotación Alta: Una alta rotación de las cuentas por pagar debe afectar de forma positiva la situación de liquidez y generalmente se produce por eficiencia una excelente

relación de la empresa con su proveedor, relación directa del proveedor en el negocio (caso de las filiales con Casa Matriz), entre otras situaciones.

La apreciación también dependerá de los acuerdos de pago de cada empresa con sus proveedores.

2.2.3 *Análisis de endeudamiento*

El análisis del endeudamiento también hace parte vital del estudio sobre la situación financiera en una empresa. Es común encontrar en la Mipyme decisiones de endeudamiento basadas en un monto “bajo” y “accesible” en la cuota mensual de una deuda o al buen momento en la ventas del negocio, es decir, en su actividad comercial, incluso un nivel bajo de pasivos en sus balances es considerada una buena señal para tomar crédito. Las mismas son premisas equivocadas. Así mismo, León García (1999) menciona que estas formas de ver el endeudamiento representan un problema para las pequeñas y medianas empresas, cuyos directores y ejecutivos de nivel medio no poseen las suficientes habilidades para enfocar adecuadamente esta decisión.

Nivel de endeudamiento: Este índice es de bastante utilidad porque permite evaluar si la empresa está operando con un nivel de riesgo alto o bajo. Este indicador depende del sector al cual pertenece la compañía, puesto que se espera que si es una empresa manufacturera tenga índices de endeudamiento en niveles que podrían considerarse altos por las necesidades de recursos para financiar su activo fijo de

producción, en cambio, en las empresas de servicio y/o comercializadoras se esperan niveles moderados pues éstas son más intensivas en activos corrientes.

$$\frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Activo Total}}$$

Cobertura de intereses: Este indicador permite determinar las veces que los intereses son cubiertos por las utilidades operacionales de la compañía

$$\frac{\text{Utilidad Operativa}}{\text{Intereses}}$$

Sin embargo y como se ha planteado anteriormente, el determinante de pago no es la utilidad operativa sino el flujo de caja libre por lo que para el análisis de la cobertura de intereses también puede utilizarse el siguiente índice:

$$\frac{\text{Flujo de Caja de Libre}}{\text{Deuda financiera}}$$

Un indicador con alto nivel de información es el Deuda/EBITDA el cual es usualmente utilizado por los bancos para evaluar la capacidad de endeudamiento y pago de las Mipymes. Permite el análisis del tiempo en que está en capacidad la empresa para cubrir su pasivo teniendo en cuenta el EBITDA que genera el negocio. El EBITDA (por sus siglas en inglés) corresponde a la utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización. Un nivel alto de este índice haría referencia a un mayor tiempo que necesitaría la empresa para cubrir su pasivo.

Existen composiciones en el balance de ciertas Mipyme en donde el pasivo está concentrado en el corto plazo y el indicador Deuda/EBITDA resulta superior a 1.5 lo que significa que la deuda de la compañía en este ejemplo que tiene plazo de financiación a un año se podría pagar en un término superior a un año y media. Esto presionaría el flujo de caja de la compañía y podría conducir la gestión financiera de la empresa a la quiebra.

$$\frac{\text{Deuda financiera}}{\text{EBITDA}}$$

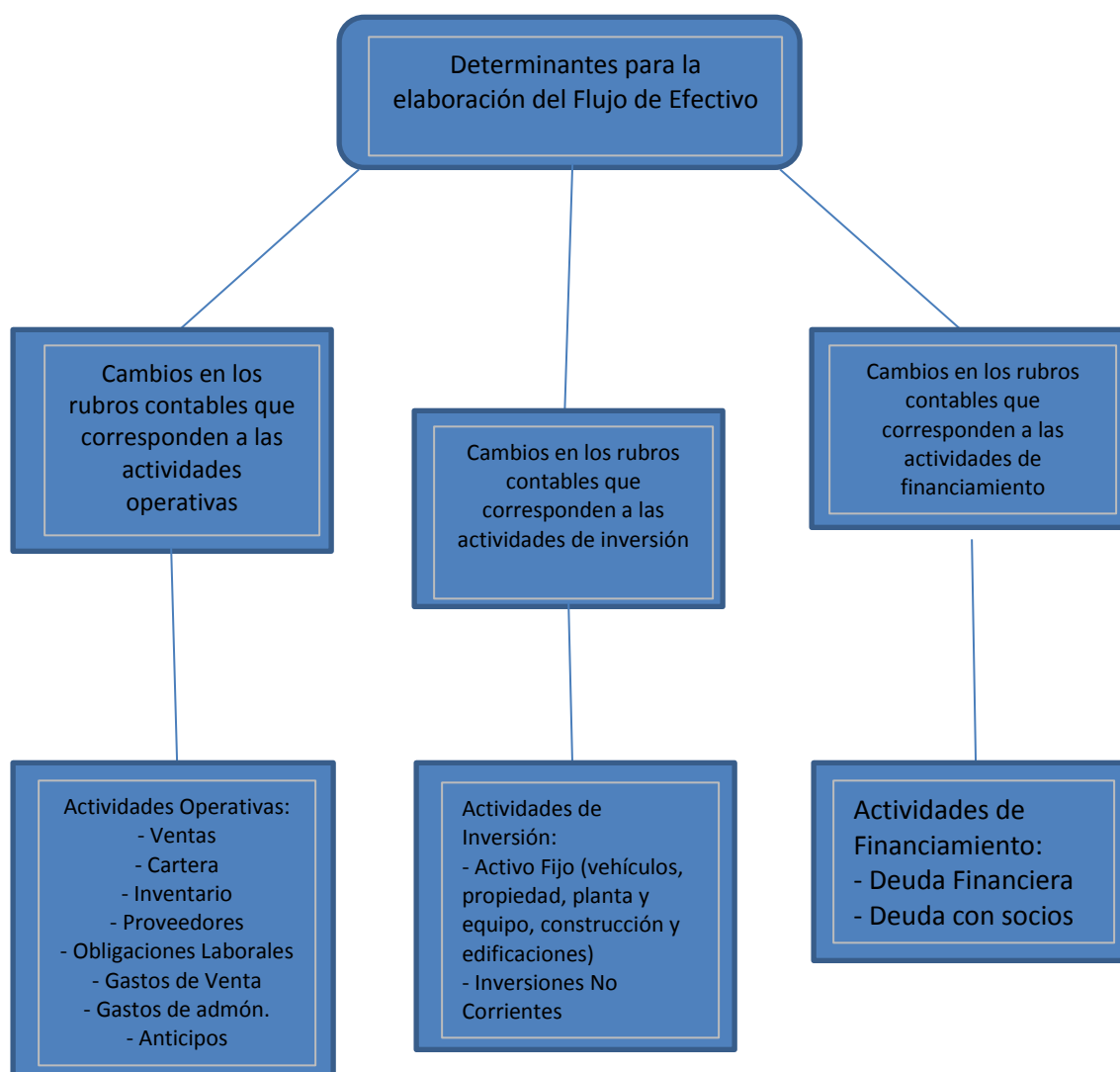
2.2.4 Análisis del flujo de caja

En una definición bastante simple el flujo de caja corresponde a los recursos disponibles que es capaz de generar la operación de una empresa. El conocimiento sobre la información que brinda la estructura del Flujo de Caja es importante en finanzas, puesto que el valor de la empresa dependerá de su capacidad para generar flujo de efectivo el cual debe ser destinado a:

1. Reponer capital de trabajo y atender requerimientos de inversión en activos fijos
2. Repartir utilidades de acuerdo con las expectativas de los socios
3. Atender el servicio de la deuda.

Lo anterior es mencionado por León García (1999, Pág. 10) como el verdadero objetivo del flujo de caja en su obra *Fundamentos en Administración Financiera*.

De acuerdo con Ross, Westerfield y Jaffe (2007), en el libro *Finanzas Corporativas*, el primer paso para estructurar el flujo de caja es calcular los cambios, entre un periodo y el inmediatamente anterior, en los rubros contables de las actividades operativas. Este es el flujo de efectivo que resulta de las actividades normales de producción y venta de bienes y servicios de la empresa. En el mismo sentido, el segundo paso consiste en calcular los cambios de flujos de efectivo a partir de las actividades de inversión. Y El paso final consiste en hacer lo mismo con el flujo de efectivo proveniente de las actividades de financiamiento.



Por lo tanto, para construir el flujo de caja de una compañía se deben tener las siguientes consideraciones en cada etapa:

Flujo de efectivo proveniente de actividades operativas:

1. El valor de la depreciación que se registra en el gasto no representa uso de efectivo por lo que para el ejercicio se le adiciona a la utilidad neta.
2. Los incrementos de las cuentas del activo circulante representan uso de efectivo, así mismo los decrecimientos representan entrada de efectivo.
3. Los incrementos de las cuentas del pasivo circulante representan entrada de efectivo, así mismo los decrecimientos representan uso de efectivo.

Flujo de efectivo proveniente de actividades de inversión:

1. El incremento en las cuentas referente a inversiones (como inversiones, planta y equipo) representa uso de efectivo, así mismo un decrecimiento representa entrada de efectivo.

Flujo de efectivo proveniente de actividades de financiamiento:

1. Los incrementos en las cuentas del pasivo no circulante o referente a venta o retiro de bonos, de acciones, pago de dividendos representa para la empresa entrada de efectivo y los decrecimientos representan uso de efectivo.

Al final se juntan los 3 cambios en los estados de cada actividad y resulta el estado de cambios de la situación financiera de la compañía para un periodo determinado utilizando también los datos de la estructura financiera del periodo anterior.

Los autores Brealey, Myers y Allen (2006, Pág. 934) aclaran, “la empresa refleja un beneficio (contable en el estado de resultados) en el momento de la venta pero no existe una entrada de efectivo hasta que no se pagan las facturas. Dado que no existe una entrada de efectivo, no se producen cambios en el saldo de tesorería de la empresa, a pesar de que existe un aumento en el capital circulante por medio de un aumento de las cuentas por cobrar.” Es decir, que se plantea una diferencia entre el estado de resultados que es una situación estacional de la empresa versus la información dinámica que genera el flujo de efectivo. Así que, el flujo de caja se genera a partir del movimiento de las cuentas del balance y estado de resultados entre un periodo y otro.

2.2.5 *Análisis Contable*

El análisis contable es uno de los principales soportes del análisis de negocios en general como de cada uno de los demás tipos de análisis, en tanto determina el estado real de la compañía en cuanto a si ésta produjo una pérdida o ganancia en el período contable definido, siendo normalmente el de un año. Para Wild et al (2007), “es el proceso de evaluar en qué grado la contabilidad de una compañía refleja su realidad económica. Esto se hace estudiando las transacciones y acontecimientos de una compañía, reconociendo los

efectos de sus políticas contables sobre los estados financieros y ajustando los estados financieros (...) para que sean más fidedignos” (p. 11).

Dentro del análisis contable, el principal instrumento que se utiliza es la información que proporciona el balance en tanto permite “tomar decisiones que, en materia económico-financiera, conduzcan al logro de los objetivos empresariales” (Cantalapiedra, 2001, p. 75). Sin embargo, de acuerdo con Ross, Westerfield, Bradford y Jaffe (2007, Pág. 171), las finanzas corporativas, que se aplica en las grandes empresas, se diferencia del análisis sobre la contabilidad financiera, que usualmente aplican las mipyme, en que la primera considera en sus técnicas los flujos de efectivo y la segunda las cifras de ingreso o utilidades.

2.2.6 *Análisis de Riesgo*

Inicialmente vale decir que la definición de riesgo corresponde a “La condición en que existe la posibilidad de que un evento ocurra e impacte negativamente sobre los objetivos de la empresa” (Cisneros, 2006, Pág. 2). De aquí se deduce cómo la gestión del riesgo tiene que ver con la forma como la alta dirección de una organización decide tomar decisiones con el conocimiento del riesgo que la misma reviste. Este autor destaca cómo la gestión de riesgos determina la definición de las políticas de la organización, los procedimientos, el control del proceso, los resultados y los objetivos establecidos.

En este sentido Cisneros (2006) señala que el análisis del riesgo tiene tres componentes básicos: evaluación, administración y monitoreo. En la evaluación se

busca establecer los riesgos de la compañía, su cuantificación y niveles de priorización; en la administración del riesgo se establecen los criterios de control, la forma de evitarlo o diversificarlo y la decisión de compartirlo o transferirlo; en el monitoreo del riesgo se establece el proceso, la actividad como tal.

2.2.7 Análisis de la Estrategia

El análisis de la estrategia corresponde a la evaluación tanto de las decisiones de negocios de una empresa, como de su éxito cuando establece una ventaja competitiva. Esto significa que se debe “evaluar las respuestas estratégicas esperadas de una compañía a su ambiente de negocios y el impacto de esas respuestas en su éxito y crecimiento futuros. El análisis de la estrategia requiere el escrutinio de la estrategia competitiva de la compañía para la mezcla de productos y su estructura de costo” (Wild et al, 2007, Pág. 11).

2.2.8 Análisis de la Industria

Este es uno de los primeros aspectos que se debe tomar en cuenta, pues significa que se debe hacer el análisis de la estructura y de las perspectivas que tiene la industria de la compañía, sobre las cuales se impulsa gran parte de la rentabilidad. “El análisis de la industria a menudo se hace utilizando el sistema propuesto por Porter, o análisis de la cadena de valor. Bajo este marco de referencia, una industria se considera como un conjunto de competidores que maniobran para tener capacidad de negociación con consumidores y proveedores” (Wild et al, 2007, Pág. 11).

2.2.9 *Análisis Prospectivo*

El análisis prospectivo corresponde al pronóstico que hace la compañía sobre los futuros resultados, los cuales se representan en utilidades, flujos de efectivo o ambos a la vez. Para este análisis es preciso contar con la información contable consolidada en el último año, con lo cual se puede contar con otros elementos como análisis financiero, de la estrategia y del ambiente de negocios. Es, en síntesis, los resultados que se esperan obtener a mediano y largo plazo conforme una realidad de la compañía presente: “aun cuando las herramientas cuantitativas ayudan a mejorar la exactitud del pronóstico, el análisis prospectivo sigue siendo un proceso relativamente subjetivo. Ésa es la razón por la que en ocasiones se hace referencia al análisis prospectivo como un arte, no como una ciencia” (Wild et al, 2007, Pág. 13).

El análisis a través de indicadores, los cuales se generan a partir de los estados financieros, nos da información sobre el pasado y el presente. Pero también, la proyección de éstos sirve como referencia para el desarrollo y construcción de estrategias para el largo plazo. Brealey, Myers y Allen (2006, Pág. 878) menciona que “cuando una empresa prepara su plan financiero, no piensa únicamente en los resultados más probables, sino también planifica para lo inesperado”. Se puede llegar a construir un modelo básico de proyección que permita establecer circunstancias presumibles para la empresa que de igual forma se pueda utilizar para el análisis de sensibilidad, es decir, generar resultados para diferentes situaciones que puedan afectar las ventas, el costo de ventas, los gastos, los otros egresos e ingresos y de este modo los márgenes de utilidad. O por el contrario, la proyección financiera del estado de la empresa puede basar los supuestos directamente relacionando

todas las variables al comportamiento de las ventas Ross, Westerfield, Bradford y Jaffe (2007, Pág. 62).

En forma general, las proyecciones contribuyen a la planeación financiera de una empresa. García (1999, Pág. 478) menciona que “el uso de cifras proyectadas le permite al administrador financiero tomar decisiones más ajustadas a la realidad de la empresa en la medida en que la obtención de dichas cifras obedece a la confrontación de la información histórica con las expectativas futuras de la empresa y los objetivos que con base en ellas ha trazado la gerencia”.

3 FACTORES FINANCIEROS QUE HACEN POSIBLE LA PERDURABILIDAD DE LAS MIPYMES

Uno de los aportes señala cómo una empresa perdurable es “aquella que a través del tiempo presenta resultados financieros superiores” (Hartmann y Navia, 2011, Pág. 41). Esta definición se encuentra ligada al desempeño en los tres elementos básicos, considerados como los signos vitales de una empresa: rentabilidad, liquidez y estructura de endeudamiento. De este modo, una buena interpretación de las cifras financieras permite que los indicadores se constituyan en información útil.

En el estudio realizado por estos autores establece trece conceptos determinantes para fundamentar la perdurabilidad de las empresas: gestión financiera, cohesión social para la acción, conocimiento del entorno y mercado, consolidación, diferenciación, dinámica social de los empleados, eficiencia en procesos, factores que aportan a la eficiencia, formalización para el gobierno, formalización soporte para las decisiones, gestión integral, identidad organizacional y reconocimiento por el entorno y el sector. De forma similar, el grupo de investigación de la Facultad de Administración de la Universidad del Rosario menciona la gestión financiera como uno de los trece componentes de la sostenibilidad en el tiempo de una compañía: “La perdurabilidad de la empresa depende de la gestión financiera y de las estrategias que para esta situación en particular determinen los directivos” (Hernández y Zúñiga, 2012, Pág. 44).

De otro lado, para Sanabria, Manolo y Cantillo (2011), la perdurabilidad está directamente relacionada con el sector financiero moderno, en cuanto a que se encuentra

basado en la necesidad de tener un sólido soporte para resistir las exigencias actuales del mercado y de la misma competitividad. Esta situación significa dar mayor relevancia a lo financiero sobre la misma perdurabilidad: “se prefiere asumir en primera instancia lo financiero, antes que buscar consolidar los escenarios de perdurabilidad que podrían ser entendidos más fácil a partir de la contratación permanente de capacidades humanas instaladas en un horizonte innovador de largo plazo” (Sanabria et al, 2011, Pág. 52).

En el trabajo de Trujillo et al (2007) acerca de los avances en la perdurabilidad empresarial, señalan la existencia de asimetrías en algunos sectores empresariales, pues algunas empresas se encuentran con muy buenos índices financieros, mientras que otras se ubican por debajo del promedio. No obstante, destacan cómo el concepto de perdurabilidad empresarial es aplicable a cualquiera de estas, siendo más relevante cuando la compañía soporta su dirección en un buen análisis financiero, en donde las cifras permiten clarificar cada uno de los conceptos y su valor estratégico.

Otro de los aportes al desarrollo del concepto de perdurabilidad y su relación con el análisis financiero es el dado por Sampayo y Blanco (2012), quienes establecen cómo la perdurabilidad de una organización depende en buena medida de la gestión financiera y del tipo de estrategias que se definan por parte de la gerencia o de los directivos de la compañía alrededor de esta.

Finalmente, Rivera (2012), realiza un recuento histórico sobre la perdurabilidad empresarial en las empresas mexicanas y colombianas más antiguas. En el estudio se subraya cómo la perdurabilidad empresarial ha sido estudiada de forma permanente por las escuelas de negocios a nivel mundial. En esta línea de investigación hace un análisis

histórico sobre las principales empresas que han perdurado en México y Colombia, destacando dentro de los elementos analíticos principales, relacionados con la perdurabilidad, indicadores para una interpretación financiera del porqué de su permanencia en el mercado.

Vale precisar previamente cómo los aportes e investigaciones que tratan el tema de los factores financieros y su relación con la perdurabilidad, se han venido enfocando desde la perspectiva de la Administración de Empresas, en donde prima este concepto, en tanto que los factores financieros se toman como un elemento más dentro de su configuración. Este trabajo no pretende cambiar esta dirección, pero si busca resaltar el valor de los factores financieros en la perdurabilidad empresarial particularmente en las Mipymes, bajo el esquema que su sustento está en el análisis como eje de dichos factores, sin que esto signifique desconocer los demás conceptos en administración que hacen posible la sostenibilidad de las organizaciones en el tiempo.

En este sentido está el trabajo realizado por Acosta (1998), los factores financieros que hacen parte de la perdurabilidad de las organizaciones están determinados por la competitividad empresarial, destacando los factores internos como unos de los de mayor importancia, pero todos bajo la teoría financiera: “consideramos que debe existir una estrecha relación entre la estrategia competitiva de la empresa, como guía de asignación de recursos para posicionarse de forma óptima en los negocios en que la empresa compite, y los postulados que, sobre la obtención de fondos en el marco de una estructura de capital e inversión de los mismos en activos, ha desarrolla la teoría financiera” (Acosta, 1998, Pág. 100).

En esta perspectiva, el balance general, el estado de perdida y ganancias y el flujo de caja son elementos financieros esenciales para establecer cuál ha sido el proceso financiero histórico en un determinado tiempo, a la vez que se hace necesario establecer la proyección financiera y de forma conjunta establecer si la empresa se encuentra en buen estado para mantenerse en el tiempo. En línea con lo que se está mencionando, Acosta (1998) tiene otra teoría y señala que dos de los factores más esenciales son el activo fijo y el activo circulante. El primero está conformado por los bienes y derechos que “constituyen la infraestructura de la unidad económica” (1998, Pág. 106).

El activo circulante es aquél “formado básicamente, por los bienes y derechos que aseguran el funcionamiento del ciclo “*dinero-mercancías-dinero*” o “*ciclo de explotación*” de la firma” (Acosta, 1998, Pág. 106). Destaca igualmente cómo la actividad inversora que haga la firma debe posibilitar el equilibrio adecuado entre estos dos tipos de activos, a fin de que se pueda generar el desarrollo de las ventajas competitivas que la organización pretenda, bien en bienes o servicios.

También es importante señalar, que en el proceso de aplicación de una metodología para establecer la sostenibilidad de la compañía a través del tiempo pueden presentarse dificultades en la sección que corresponde a la planificación financiera. Dentro de estas dificultades se encuentran las señaladas por Cantalapiedra (2001):

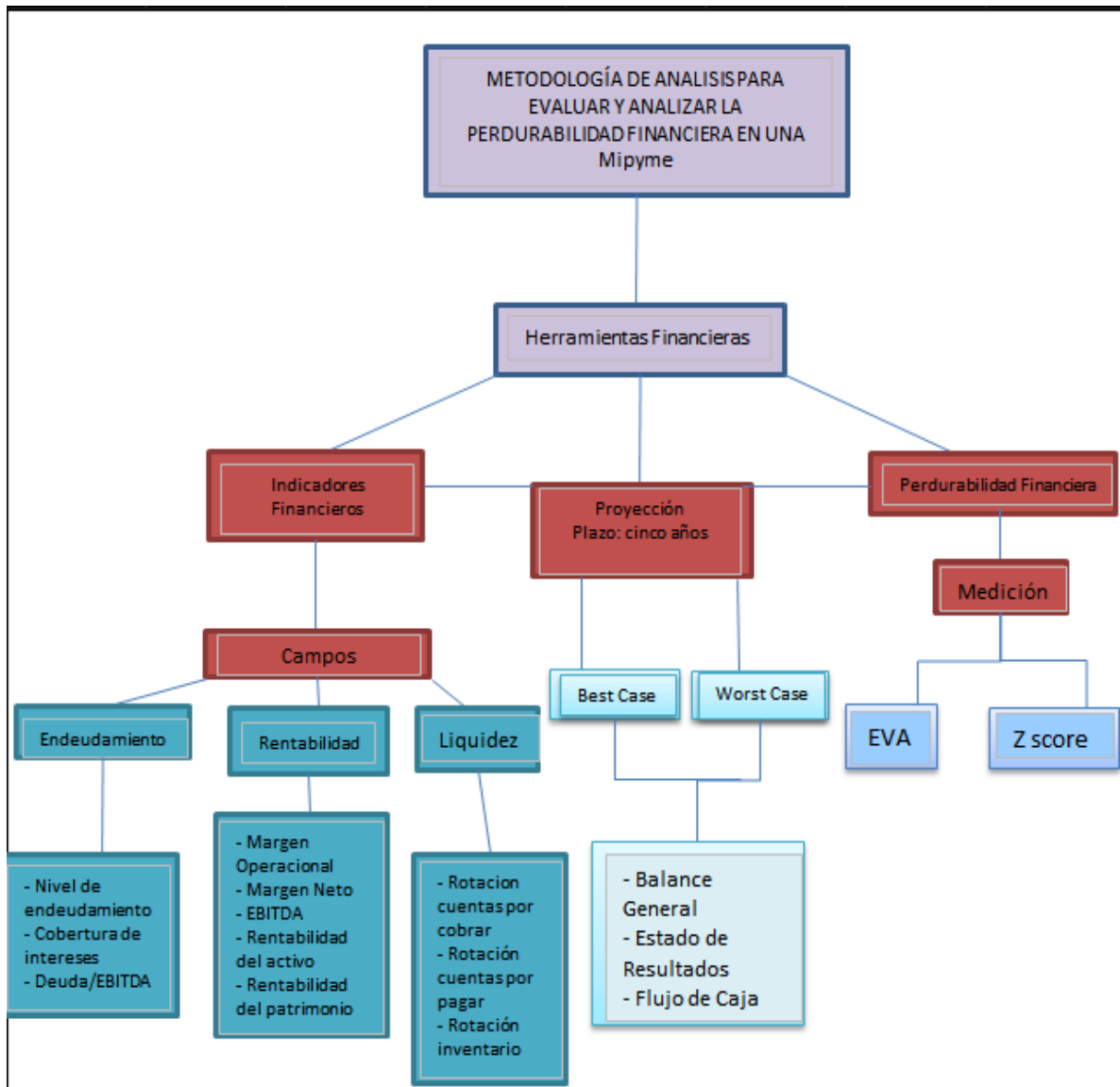
- Falta de definición clara de los objetivos a largo plazo, lo que dificulta el establecimiento del plan global de la empresa (...) y condiciona negativamente todo el proceso planificador en la compañía.

- Diferencias significativas entre la interpretación de la dirección de finanzas quienes realizan el proceso planificador y los propietario o accionistas de la compañía
- Problemas para conocer la evolución del entorno macroeconómico. Las Mipymes conocen bien su mercado a través de la experiencia, puesto que es su entorno más próximo, pero generalmente no hay valorización del contexto económico general en el que se desenvuelven.
- Poca implicación de las áreas no financieras de la compañía. En ocasiones, cuesta hacer partícipes de la planificación a los elementos no relacionados con el área financiero – contable de la empresa (Cantalapiedra, 2001, Pág. 114).

4 METODOLOGIA DE ANALISIS: PERDURABILIDAD FINANCIERA.

ESTUDIO DE CASO: PROADHESIVOS SAS

4.1 Introducción



En una sencilla definición, la metodología consiste en una serie de procedimientos para lograr un determinado objetivo. También, hace referencia a los pasos a seguir para llevar a cabo un estudio o investigación, entre otros.

El trabajo tiene el objetivo de presentar una forma de abordar la perdurabilidad en las Mipymes, únicamente, desde el punto de vista financiero a partir de la estructura de sus finanzas, el análisis de índices y proyección a largo plazo. Por lo tanto, las siguientes son las herramientas financieras a usar en la metodología:

- *Indicadores Financieros:* De acuerdo con el desarrollo de la primera parte del trabajo, se destaca el uso de índices o ratios como fuente de información para el análisis financiero en los campos de rentabilidad, endeudamiento y liquidez, pero así como es importante el significado de cada uno, también lo es su comparación e interpretación con los periodos anteriores y con el sector al cual pertenece la compañía.
- *Proyección financiera:* Teniendo en cuenta el uso de las tecnologías de información relacionado con el análisis financiero destacado por Mayes y Shank (2010) se toma como herramienta Microsoft Excel. Para la construcción de la proyección financiera es fundamental contar con información directa de la compañía con el fin de ajustar a la planificación las capacidades internas y los posibles cambios en el entorno y en los mismos movimientos del mercado. El plazo es de 5 años, teniendo en cuenta que la compañía ha ofrecido información histórica desde el 2007 a 2011 se espera generar un análisis uniforme de atrás hacia adelante. En este sentido, la proyección se desarrolla en el balance general, estado de resultados y en el flujo de caja, proponiendo 2 escenarios un Best Case, en donde la compañía supone lo mejor a

futuro de su operación, y un Worst Case donde se consideran elementos que pudieran afectar el negocio.

- *Perdurabilidad Financiera*: De acuerdo al trabajo desarrollado por Hartmann y Navia (2011) existen trece conceptos en Administración sobre perdurabilidad de las empresas (mencionados en el capítulo 3), siendo uno de ellos la gestión financiera. El análisis de indicadores y la planificación de las finanzas en una empresa hacen parte importante de una buena gestión financiera, sin embargo, y para complementar la metodología el trabajo también propone 2 maneras de medir la perdurabilidad financiera a través del EVA y el Z score.

Estos conceptos serán desarrollados teóricamente más adelante, pero en lo básico el EVA está relacionado con la capacidad en la generación de valor por parte de una compañía. Mientras estos resultados sean positivos y este en línea con las expectativas de los dueños, se velará por la continuidad de la actividad, de lo contrario no habrá incentivo para conservar el negocio. Es de esta manera que el EVA está relacionado con la perdurabilidad de una Mipyme.

Por otro lado, el resultado del modelo Z Score crea información sobre el estado de una compañía y si esta se encuentra cerca de la bancarrota o goza de buena estructura financiera. Por lo cual, también es un patrón de análisis sobre la perdurabilidad financiera de una compañía.

- En cada una de estas tres etapas se produce un análisis el cual se aplica en el estudio de caso: Proadhesivos SAS en la parte final del trabajo. A partir de los resultados y del análisis en cada etapa podemos generar una conclusión sobre perdurabilidad

financiera. De esta manera, la idea es que pueda servir como guía para evaluación sobre sostenibilidad en el tiempo para empresas de este tipo teniendo en cuenta sus finanzas históricas, actuales y futuras.

4.2 Sector: Pulpa, papel e industria gráfica

La producción industrial de papel en Colombia no está concentrada en muchas empresas, más bien se encuentra en manos de pocas, pues existen fuertes barreras de entrada como elevadas economías a escala e intensivas en capital. Dentro de las cuales sobresalen por su nivel de activos: Cartón Colombia, Carvajal Pulpa y Papel, Cartones América, Papeles Nacionales y ARclad. De acuerdo a la información que ofrece la cámara de industria pulpa, papel y cartón, a través de la página de internet de la ANDI este sector genera más de 6.000 empleos y, según cifras de 2010 que suministra el valor de sus activos entre las compañías que pertenecen a la cámara supera los 7 billones de pesos, logrando también ingresos operacionales del nivel de 3.3 billones de pesos.

El trabajo se limita al sector de pulpa y papel en la ciudad de Cali. Así como Proadhesivos SAS, existen tres empresas más en esta ciudad encargadas de la comercialización de la marca ARclad y Avery Dennison (competencia entre sí) y algunas líneas complementarias, de proveedores nacionales o del exterior, al sector de la industria gráfica. Este es el mercado objetivo, es decir aquellas empresas con actividades de impresión y edición. De acuerdo con información de la Dirección Nacional de Planeación (2004) “la participación de los países latinoamericanos en la producción mundial de pulpa

fue de 6.8% y en la producción mundial de papel y cartón de 5%.” Colombia aporta aproximadamente el 5% de la producción en la región y es el quinto país productor en Latinoamérica (DNP, 2004). Sin embargo los últimos años no han sido fáciles para la industria gráfica, debido a las nuevas tecnologías de información y comunicación, cada vez más al alcance de la población en el país puesto que existe mayor acceso internet.

4.2.1. Proadhesivos SAS: historia, actividad y entorno

La compañía se fundó en la Ciudad de Santiago de Cali, Valle del Cauca en el año 1996. Es una de las principales empresas de comercialización de productos para la industria de las artes gráficas en Cali y sus cercanías, particularmente Pasto y Popayán.

El portafolio de productos de esta Mipyme está compuesto por papeles, películas, cintas, láminas específicamente autoadhesivo para la industria gráfica. Estos productos tienen la característica de que se pueden imprimir en diferentes sistemas o equipos de impresión como litografía, flexografía, letter press, serigrafía rotativa e impresión digital.

En Cali, existen tres empresas más con la misma actividad comercial que Proadhesivos SAS y son ASHE y CIA SA y Cooperativa de Impresores de Occidente – Coimpresores Ltda., es decir son tres las empresas que atienden la industria gráfica en la ciudad de Cali como distribuidores de la marca ARclad lo que se podría interpretar que no es un mercado saturado y existe espacio para la sana competencia. A nivel nacional, se encuentran negocios semejantes como: La Oficina Impresuministros Ltda., ADH Papeles Adhesivos SA, Alpapel Ltda., Importadora Fotomoriz SA, entre otros. Por otro lado, la

empresa Dispapeles SA comercializa los productos de la compañía Avery Dennison la cual es competencia de la marca ARclad en el mercado.

La composición accionaria de la compañía es de la siguiente manera:

- Ana María Ramírez Marín: 60%
- Ana María Espinosa Ramírez: 20%
- Christian Espinosa Ramírez: 20%

4.3 Análisis de indicadores financieros últimos 3 años

Para la parte práctica del trabajo, se presenta, como información, la estructura financiera de la compañía compuesta por el balance general, el estado de resultados y el flujo de caja (Anexos). Besley y Brigham (2001, Pág. 134) mencionan que “el análisis de razones financiera es especialmente útil en el caso de empresas pequeñas”. Incluso, también, expresan que las entidades bancarias son las que más usan este tipo de herramientas financieras para el estudio de un prospecto de crédito de una pequeña empresa. Por tal motivo, es una buena reflexión que el administrador – empresario de la Mipyme tenga intereses en el uso de los elementos de análisis en las finanzas. Sin embargo, uno de los problemas que exponen los autores hace referencia a la calidad de la información que generan las pequeñas empresas; “el primer problema al que probablemente tendrá que enfrentarse el banquero es que, a diferencia de los cliente más grandes de una compañía, una empresa pequeña podría no tener a su disposición estados financieros auditados” (Besley y Brigham, 2001, Pág. 134).

Dado que la compañía en estudio corresponde a una comercializadora, es intensiva en la parte corriente del balance. Es por esto que encontramos que los rubros más importantes en el activo son la cuentas por cobrar y el inventario. Así mismo, en el pasivo los rubros más representativos son las cuentas por pagar a proveedores y la deuda financiera para capital de trabajo. Por otro lado, el estado de resultados histórico de la empresa refleja en los periodos de estudio rendimientos positivos en los diferentes niveles de la utilidad: bruta, operacional y neta.

Lo anterior, garantiza un buen punto de partida para conseguir flujos de efectivo igualmente positivos. De acuerdo con Besley y Brigham (2001), la capacidad de la compañía para atender el pago de dividendos, generalmente está relacionada con la utilidad contable, que hace referencia a la utilidad neta de la compañía. Y aunque no se considera muy precisa la relación, si se hace referencia que la utilidad neta sostiene la estructura del flujo de caja. El flujo de efectivo es importante para determinar el cumplimiento de la empresa con sus operaciones normales como la inversión en activos, atención a la deuda y el pago de dividendos. Como se puede corroborar, el flujo de efectivo vincula los ingresos y egresos de efectivo en cada cuenta correspondientes a las actividades de inversión, financiación y de operación.

Para generar un análisis completo, las razones financieras señaladas y descritas en la primera parte del trabajo se comparan con el propio desempeño de la compañía históricamente, pero también estos resultados se confrontan con aquellos que han sido logrados por empresas del sector. Es necesario hacer referencia a que no se encontraron datos del sector por lo que los resultados corresponden a un promedio entre empresas que tienen la misma actividad de PROADHESIVOS SAS y similares

características como: nivel de ventas ente COP 1.000M y COP 10.000, años de operación entre 15 y 20, y pertenecen a la misma categoría como distribuidores de la Marca Arclad además de otros productos para la industria gráfica. Por lo cual, para el ejercicio se han escogido las siguientes compañías: ***La Oficina Impresuministros Ltda., ADH Papeles Adhesivos SA, Alpapel Ltda.*** Las cifras tenidas en cuenta están ubicadas en los anexos y corresponden al cierre fiscal 2011 de cada una de ellas y fueron obtenidas de la página web de la Superintendencia de Sociedades de Colombia.

Rentabilidad	2009	2010	2011	Promedio del sector
Margen Neto	3%	4.3%	2.9%	2%
Margen Operacional	5.7%	6.4%	5.5%	4%
ROA	6%	9%	6%	4%
ROA (a partir de la utilidad operacional)	11%	14%	11%	11%
ROE	22%	32%	27%	44%

De acuerdo a la gestión financiera de los últimos tres años, la compañía en estudio presenta mejores márgenes de rentabilidad en el activo y patrimonio durante el 2010 generado por destacado nivel de utilidad operacional y neta lo cual se puede validar en la proporción frente a las ventas. Pero además, una menor proporción del gasto con respecto a los ingresos operacionales. Sin embargo, la rentabilidad del patrimonio es inferior a la obtenida por el sector.

La compañía registra márgenes positivos en la rentabilidad del activo entre 6% y 14% superior al nivel que presenta el sector en el 2011, lo cual considera que la compañía genera más pesos por la inversión que realiza en sus activos que sus competidores. Con respecto al patrimonio, la empresa genera rentabilidades entre el 22% y 32%. Este índice es importante para los dueños – administradores y/o accionistas, ya que permite interpretar que estas personas en Proadhesivos SAS son especialmente recompensados, sin embargo a tasa

menor frente a los accionistas de las empresas de la muestra. El examen sobre las razones de rentabilidad revela que los resultados operativos de esta Mipyme son positivos debido a su fortaleza en la liquidez y a la buena administración de sus activos. Los indicadores de rentabilidad ofrecidos hasta acá, permiten el análisis tanto de sus ventas, el margen que estas están generando a la compañía, la información sobre cómo se está manejando el rendimiento de los activos de acuerdo a las estrategias de la compañía y, muy importante, genera información sobre el capital propio para el inversionista o futuros inversionistas.

Liquidez	2009	2010	2011	Promedio del sector
Razón Corriente	1,39	1,28	1,31	1.62
Prueba Acida	1,20	1,13	1,14	1.33
Rotación CxC	93,34	84,71	73,45	75.84
Rotación de Inventario	23,83	18,40	22,70	29.71
Rotación CxP	107,92	109,36	101,56	53.57

Los índices de liquidez expresados en el cuadro nos permiten acceder a información sobre la posición financiera de la compañía, en los cierres de año. Su interpretación parte del caso hipotético de que se decidiera cerrar la operación y, al menos los primero dos índices, posibilitan el análisis sobre si se podría cubrir los pasivos corrientes bajo este escenario. Como se mencionó durante el trabajo, son indicadores relevantes para el sistema bancario en niveles de estudio de crédito a corto plazo. Es importante tener en cuenta, de acuerdo con lo mencionado por (Besley y Brigham, 2001, Pág. 112) la razón corriente “proporciona el mejor indicador individual de la medida de cómo los derechos de los acreedores a corto plazo están cubiertos por activos que se espera que se conviertan en efectivo con bastante rapidez, es la medida de solvencia a corto plazo que se utiliza comúnmente”

Frente a los periodos anteriores, la compañía asegura en cada uno que hay cobertura suficiente (cuando el indicador es mayor que uno) para cumplir de forma inmediata con lo que tiene en el activo. Sin embargo, habría que resaltar que las empresas del sector presentan mejor posición financiera en este campo que Proadhesivos SAS. No significa tener mejor o peor flujo de caja, sino simplemente, en un momento dado, tener la capacidad para atender los pasivos contabilizados en el balance.

La rotación de la cuenta por cobrar es más ágil que la rotación de cuentas por pagar para la empresa con respecto a los resultados históricos, lo que supone capital de trabajo positivo y menos presión para acceder a créditos. A diferencia, el sector recauda en promedio, en 75 días y paga a sus proveedores en 53 días. El pago de las obligaciones con proveedores para la empresa en estudio registra niveles de 100 y 110 días, de acuerdo a información suministrada por la compañía, se debe a una buena relación con su proveedor principal lo que permite apoyarse en éste evitando la deuda financiera para capital de trabajo. La rotación en los inventarios es bastante ágil lo que permite inferir buenas políticas en las estrategias comerciales, sin embargo la compañía debe tener cuidado de no presentar niveles bajos que puedan perjudicar la atención oportuna de las ventas, y por ende, la rentabilidad futura.

Endeudamiento	2009	2010	2011	Promedio del sector
Nivel de endeudamiento	58%	58%	64%	56%
Cobertura de intereses	8,46	22,66	15,37	11.44
Deuda/EBITDA	0,52	0,02	0,92	1.72

El nivel de endeudamiento tiene niveles más altos a los de la muestra. Sin embargo no son niveles muy elevados debido a que las empresas del sector, y entre ellas

Proadhesivos SAS, corresponden a distribuidoras/comercializadoras, en las cuales generalmente, la composición del pasivo tiene su mayor peso en el corto plazo puesto que las solicitudes de financiamiento son utilizadas para cubrir sus faltantes en capital de trabajo.

Para continuar con el análisis y de acuerdo a la confrontación con la empresa en estudio de los resultados, cabe anotar que el incremento en el nivel de deuda de 2011 corresponde a una operación puntual de una adquisición de una bodega por parte de la compañía.

Los resultados en la cobertura de intereses nos muestran que la compañía cuenta con buenos niveles, incluso frente al sector, y ha mejorado en la administración de su endeudamiento durante el tiempo. Entre más alto sea el resultado de esta razón más fuerte será la capacidad de cobertura.

El Deuda/EBITDA, es uno de los indicadores importantes para el sector bancario, pues hace referencia al tiempo en el que podría cubrir la compañía su deuda con el nivel de utilidad antes de impuesto que genera. El análisis de este indicador debe ir acompañado de la estructura de pasivos financieros de la compañía, pues si una empresa registra el índice en 1 es de esperarse que la deuda se encuentre a corto plazo. En el caso en que este indicador sea mayor a 1 y sus obligaciones financieras se encuentren concentradas en el pasivo corriente existe una alta probabilidad de que la empresa tenga inconvenientes de sostenerse en el tiempo. Proadhesivos SAS tiene el índice inferior a 1 y es consistente con su deuda registrada como corriente, es decir, menor a 1 año.

4.4 Análisis sobre la proyección financiera:

La compañía registra crecimiento en las ventas en forma constante en los últimos 4 periodos. Sin embargo, el crecimiento en las ventas de una compañía debiera estar soportado por un plan o presupuesto basado en una proyección financiera de su estructura puesto que un incremento en las ventas presionaría a la compañía a utilizar recursos para sostener el crecimiento y podría no tenerse la suficiente capacidad para hacerlo.

La gestión financiera de una Mipyme, como componente de su perdurabilidad, debe tener conocimiento sobre la planificación de sus finanzas en el largo plazo. “La cual consiste en la proyección sistemática de los acontecimientos y las acciones que se esperan de la administración” (Rivera, 1997, Pág. 147). Incluso su perdurabilidad puede estar asociada a la posible situación futura de la compañía, mediante consideraciones e hipótesis. Este autor, señala también como una ventaja de las proyecciones “que permite una comprobación previa de la posibilidad financiera de distintos planes y programas antes que se den pasos difíciles de retroceder” (Rivera, 1997, Pág. 148). Para el ejercicio práctico en Proadhesivos SAS, que por definición es una Mipyme, el presente trabajo propone plantear dos escenarios: Best Case y Worst Case.

4.4.1 *Best Case Scenario*

Generalmente, bajo este caso la compañía incorpora los supuestos más optimistas con respecto a su operación. Los ajustes a la planificación dependen de lo que la empresa considere pueda ser un buen futuro para tomar decisiones de inversión o, simplemente, para analizarse teniendo en cuenta diferentes factores que incidan en su ejercicio

financiero, incluso tiene en cuenta su entorno. A continuación estableceremos las consideraciones en el best case para Proadhesivos SAS:

Ventas: durante los últimos 3 años la compañía ha logrado un crecimiento en las ventas, en promedio, del 19%. Sin embargo, esta referencia no es una constante, incluso es muy superior a las expectativas del negocio. El objetivo, entonces, se precisa en lograr mantener y consolidar para los próximos 5 años un incremento del 15% año a año. Para lo cual la compañía planea invertir en nuevas líneas de negocio en el 2013.

Costo de Ventas: de acuerdo a la empresa, se establece una participación de los costos en las ventas totales del 81%, es decir se fija un margen bruto mínimo del 19%, en promedio, en las líneas de negocio de la empresa durante los próximos cinco años.

Utilidad Operacional: el objetivo de la compañía, en el mejor escenario, es alcanzar una rentabilidad después de operación del 6% al cierre de cada año fiscal.

Deuda Bancaria y Financiera: de acuerdo a lo planificado por Proadheivos SAS, de adicionar nuevas líneas a su portafolio de productos, se proyecta tomar deuda para ser cancelada en 36 meses con amortización mensual de capital e intereses. El valor de la inversión se calcula en \$250.000.000, denominada: *obligación bancaria* dentro del balance. Pero también, el pasivo corriente registra, en la cuenta: *obligaciones financieras*, que corresponde al endeudamiento de capital de trabajo a corto plazo el cual soporta la actividad normal.

Para el 2012 a las *obligaciones financieras* se le realiza un incremento adicional por \$66.321.676 para soportar su operación y cumplir con la política de pagos.

Intereses: a partir del 2014 la cuenta de egresos financieros registra los intereses causados de la nueva deuda adquirida a una tasa de 0.90% mensual que equivale a 10.80%EA. Sin embargo, también registra el cubrimiento de los intereses de las *obligaciones financieras*, que como ya se mencionó, se refiere al pasivo corriente diferente a la deuda adquirida para la compra de nuevas líneas. La tasa corresponde al costo que, en promedio, paga la compañía para acceder a fondos en el sistema financiero.

Caja: para el 2012 y 2013 los excedentes se reinvierten en la operación del negocio. En el 2014 se presenta saldo a favor en caja que es utilizado en el 2015 para amortizar deuda corriente de capital de trabajo en las *obligaciones financieras*.

Cuentas por Cobrar: el rubro considera la proyección de incremento en las ventas y tiene en cuenta una rotación de 90 días de acuerdo a la política de recaudo de la empresa. Los nuevos productos en el portafolio de venta incrementarán seguramente la cartera anualmente pero el modelo establece conservar la política de cobro de Proadhesivos SAS.

Bancos: Teniendo en cuenta el incremento constante en la ventas y la política de recaudo de 90 días de la compañía el modelo genera excedentes de liquidez los cuales se ingresan en esta cuenta como recaudo.

Cuentas por Pagar: aquí se considera la proyección del costo de ventas y tiene en cuenta una rotación de 60 días de acuerdo a la política de pago establecida con sus proveedores. Las nuevas líneas de negocio consideran este mismo régimen de pago.

Inventario: de acuerdo a la información de los últimos 5 años la empresa tiene una rotación aproximada de 23 días en su inventario. Sin embargo, la compañía planea consolidar su rotación en 20 días impulsado por la compra de nuevo producto con una rotación más alta.

Capex: Cabe destacar que la estrategia correcta en este tipo de empresas, comercializadoras, es ser intensivas en activo corriente. Sin embargo, la compañía tiene planificado una ampliación en su bodega avaluado en \$100.000.000 donde se almacenarán los nuevos productos. Será financiado con recursos propios.

Las demás cuentas fueron afectadas por la inflación esperada para este año, 3%.

Unidad de las tablas: pesos colombianos

BALANCE GENERAL PROADHESIVOS SAS PERÍODO 2007 -2011						
AÑOS	2011	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E
ACTIVOS						
<i>Corriente</i>						
CAJA	8.060.538			25.000.000	25.750.000	27.449.113
BANCOS	145.141.491	9.495.736	4.082.179	162.017.891	166.878.428	171.884.781
INVERSIONES TEMPORALES	9.100.000	9.373.000	9.654.190	9.943.816	10.242.130	10.549.394
CUENTAS POR COBRAR CLIENTES	457.716.378	644.972.765	741.718.679	852.976.481	980.922.953	1.128.061.39
CUENTAS POR COBRAR SOCIOS	1.771.761	1.824.914	1.879.661	1.936.051	1.994.133	2.053.957
CUENTAS POR COBRAR A TRABAJADORES	2.368.000	2.439.040	2.512.211	2.587.578	2.665.205	2.745.161
OTRAS CUENTAS POR COBRAR	23.000	23.690	24.401	25.133	25.887	26.663
ANTICIPO A PROVEEDORES	120.660.102	124.279.905	128.008.302	131.848.551	135.804.008	139.878.128
INVENTARIOS	115.086.020	116.095.098	133.509.362	153.535.767	176.566.132	203.051.051
	859.927.290	908.504.147	1.021.388.98	1.339.871.26	1.500.848.87	1.685.699.64

No Corriente						
INVERSIONES - BONOS	3.311.841	3.411.196	3.513.532	3.618.938	3.727.506	3.839.331
	3.311.841	3.411.196	3.513.532	3.618.938	3.727.506	3.839.331

Propiedad planta y equipo						
CONSTRUCCIONES Y EDIFICACIONES	150.000.000	150.000.000	250.000.000	250.000.000	250.000.000	250.000.000
MUEBLES Y ENSERES	23.057.774	23.057.774	23.057.774	23.057.774	23.057.774	23.057.774
EQUIPO COMPUTACION Y COMUNICACIÓN	13.297.024	13.297.024	13.297.024	13.297.024	13.297.024	13.297.024
VEHICULOS	104.843.966	104.843.966	104.843.966	104.843.966	104.843.966	104.843.966
DEPRECIACION ACUMULADA	(83.986.273)	(113.106.149)	(152.226.026)	(191.345.902)	(230.465.779)	(269.585.655)
	207.212.491	178.092.615	238.972.738	199.852.862	160.732.985	121.613.109

Diferidos						
GASTOS PAGADOS POR ANTICIPADO	1.696.025	1.746.906	1.799.313	1.853.292	1.908.891	1.966.158
DIFERIDOS	950.289	978.798	1.008.162	1.038.406	1.069.559	1.101.645
	2.646.314	2.725.703	2.807.475	2.891.699	2.978.450	3.067.803

TOTAL ACTIVOS	1.073.097.93	1.092.733.66	1.266.682.73	1.546.234.76	1.668.287.81	1.814.219.88
----------------------	---------------------	---------------------	---------------------	---------------------	---------------------	---------------------

PASIVOS						
Corriente						
OBLIGACIONES BANCARIAS	-	-	-	76.388.889	83.333.333	83.333.333
OBLIGACIONES FINANCIERAS	98.448.888	167.724.031	172.755.752	27.938.424	7.642.927	7.872.215
PROVEEDORES POR PAGAR	514.978.220	348.285.293	400.528.087	460.607.300	529.698.395	609.153.154
COSTOS Y GASTOS POR PAGAR	6.854.213	7.059.839	7.271.635	7.489.784	7.714.477	7.945.911
UTILIDAD DECRETADA POR PAGAR	3.915.000	4.032.450	4.153.424	4.278.026	4.406.367	0
APORTES Y RETENCION POR PAGAR	3.825.667	3.940.437	4.058.650	4.180.410	4.305.822	4.434.997
IMPUESTOS POR PAGAR	22.887.968	45.715.128	53.109.069	54.747.830	66.941.347	81.410.657
OBLIGACIONES LABORALES	4.786.350	4.929.941	5.077.839	5.230.174	5.387.079	5.548.691
ANTICIPOS RECIBIDOS	245.019	252.370	259.941	267.739	275.771	284.044
	655.941.325	581.939.488	647.214.394	641.128.575	709.705.518	799.983.003

No Corriente						
OBLIGACIONES CON SOCIOS	27.400.000	28.222.000	29.068.660	29.940.720	30.838.941	4.538.558
OBLIGACIONES BANCARIAS	-	-	-	173.611.111	90.277.778	6.944.444
	27.400.000	28.222.000	29.068.660	203.551.831	121.116.719	11.483.002

TOTAL PASIVOS	683.341.325	610.161.488	676.283.054	844.680.406	830.822.237	811.466.005
----------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------

AÑOS	2011	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E
PATRIMONIO						
APORTES SOCIALES	-	-	-	-	-	-
CAPITAL SUSCRITO Y PAGADO	93.970.000	93.970.000	93.970.000	93.970.000	93.970.000	93.970.000
RESERVA LEGAL	20.000.000	20.000.000	20.000.000	20.000.000	20.000.000	20.000.000
REVALORIZACION PATRIMONIO	4.173	4.173	4.173	4.173	4.173	4.173
UTILIDADES (PERDIDAS) ACUMULADAS	209.814.823	275.782.438	368.598.001	476.425.503	587.580.188	723.491.407
UTILIDADES DEL EJERCICIO	65.967.615	92.815.563	107.827.503	111.154.684	135.911.219	165.288.304
	389.756.611	482.572.174	590.399.676	701.554.361	837.465.580	1.002.753.88

TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO	1.073.097.93	1.092.733.66	1.266.682.73	1.546.234.76	1.668.287.81	1.814.219.88
-----------------------------------	---------------------	---------------------	---------------------	---------------------	---------------------	---------------------

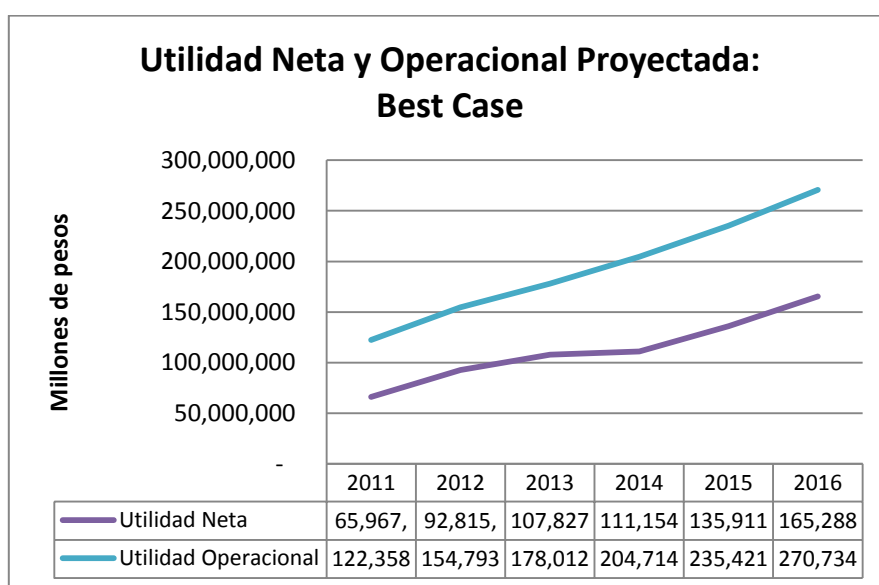
ESTADO DE RESULTADOS PROADHESIVOS SAS COMPARATIVO

	2011	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E
VENTAS BRUTAS	2.250.691.10					
DEVOLUCIONES EN VENTAS	(5.086.198)					
DESCUENTOS EN VENTAS	(2.221.374)					
	(7.307.572)					
VENTAS NETAS	2.243.383.52	2.579.891.05	2.966.874.71	3.411.905.92	3.923.691.81	4.512.245.58
COSTOS DE VENTAS	(1.825.489.906)	2.089.711.757	2.403.168.521	2.763.643.799	3.178.190.369	3.654.918.924
UTILIDAD EN INGRESOS OPERACIONALES	417.893.623	490.179.301	563.706.196	648.262.126	745.501.445	857.326.661

GASTOS DE ADMINISTRACION	183.862.548	201.231.503	231.416.228	266.128.662	306.047.961	351.955.156
GASTOS DE VENTAS	111.672.360	134.154.335	154.277.485	177.419.108	204.031.974	234.636.770
	295.534.908	335.385.838	385.693.713	443.547.770	510.079.936	586.591.926
UTILIDAD OPERACIONAL	122.358.715	154.793.464	178.012.483	204.714.355	235.421.509	270.734.735

OTROS INGRESOS	4.865.201	5.011.157	5.261.715	5.524.801	5.801.041	6.091.093
OTROS EGRESOS FINANCIEROS	(7.958.680)	(8.197.440)	(8.607.312)	(29.919.812)	(23.232.312)	(14.232.312)
OTROS EGRESOS EXTRAORDINARIOS	(12.695.621)	(13.076.490)	(13.730.314)	(14.416.830)	(15.137.671)	(15.894.555)
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO	106.569.615	138.530.691	160.936.571	165.902.514	202.852.566	246.698.961
IMPUESTOS DE RENTA	(40.602.000)	45.715.128	53.109.069	54.747.830	66.941.347	81.410.657

UTILIDAD NETA	65.967.615	92.815.563	107.827.503	111.154.684	135.911.219	165.288.304
----------------------	-------------------	-------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------



En este escenario, la compañía espera tener tendencias positivas con crecimientos en la planificación financiera durante los años en estudio. Por lo tanto, en la gráfica están plasmados los objetivos de la compañía para lograr un buen desempeño y sería esta la hoja de ruta.

4.4.2 Worst Case Scenario

Por el contrario, en este caso se incorpora los supuestos menos favorables que se consideren respecto a la actividad económica de la empresa. A continuación estableceremos las consideraciones en el worst case:

Ventas: Si bien la compañía planea invertir en nuevas líneas de negocio, el peor escenario que se propone es que las ventas solo consigan incrementarse en un 5% anual en forma constante.

Costo de Ventas: se mantiene lo establecido, históricamente, en cuanto a la participación de los costos sobre las ventas totales del 81%.

Utilidad Operacional: se asigna una rentabilidad operativa del 2% como un mal escenario. Teniendo en cuenta el margen operacional histórico propio (entre el 5% y el 7%) y del sector (2% en el último año).

Deuda Bancaria y Financiera: se conserva el plan de inversión en activo corriente para lo que se proyecta solicitar deuda. El valor de la obligación financiera se calcula en \$250.000.000, con un plan de amortización de 36 y una tasa de interés del 10.80%EA.

Cuentas por Cobrar: en este rubro se ajusta la proyección de crecimiento en las ventas a una menor tasa y se fija una rotación de la cartera en 120 días lo que perjudicaría la operación del negocio pues abre más la brecha entre los días de recaudo a los clientes y el plazo de pago a sus proveedores. Generalmente, esta brecha se financia con capital de trabajo solicitado a los bancos.

Inventario: para este escenario, se afecta negativamente la rotación y se establece en 25 días para considerar las consecuencias que pueda causar la hipótesis de que las nuevas líneas de negocio no tengan la salida esperada.

Cuentas por Pagar: la continuidad del negocio depende del cumplimiento de los proveedores, por lo tanto se sostiene la política de 60 días de pago. La proyección busca simular en los factores que se consideren puedan afectar la operación financiera de la empresa, el objetivo no es planear la ruptura de las relaciones con los proveedores.

Unidad de las tablas: Pesos Colombianos

BALANCE GENERAL PROADHESIVOS SAS PERÍODO 2007 -2011						
AÑOS	2011	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E

ACTIVOS						
<i>Corriente</i>						
CAJA	8.060.538	-				4.026.921
BANCOS	145.141.491	9.495.736	9.780.608	90.331.452	49.809.089	5.325.423
INVERSIONES TEMPORALES	9.100.000	9.373.000	9.654.190	9.943.816	10.242.130	10.549.394
CUENTAS POR COBRAR CLIENTES	457.716.378	785.184.235	824.443.447	865.665.619	908.948.900	954.396.345
CUENTAS POR COBRAR SOCIOS	1.771.761	1.824.914	1.879.661	1.936.051	1.994.133	2.053.957
CUENTAS POR COBRAR A TRABAJADORES	2.368.000	2.439.040	2.512.211	2.587.578	2.665.205	2.745.161
OTRAS CUENTAS POR COBRAR	23.000	23.690	24.401	25.133	25.887	26.663
ANTICIPO A PROVEEDORES	120.660.102	24.279.905	25.008.302	25.758.551	26.531.308	27.327.247
INVENTARIOS	115.086.020	85.210.074	91.835.066	98.791.307	106.095.361	113.764.617
	859.927.290	917.830.593	965.137.886	1.095.039.507	1.106.312.012	1.120.215.729

<i>No Corriente</i>						
INVERSIONES - BONOS	3.311.841	3.411.196	3.513.532	3.618.938	3.727.506	3.839.331
	3.311.841	3.411.196	3.513.532	3.618.938	3.727.506	3.839.331

Propiedad planta y equipo						
CONSTRUCCIONES Y EDIFICACIONES	150.000.000	150.000.000	250.000.000	250.000.000	250.000.000	250.000.000
MUEBLES Y ENSERES	23.057.774	23.057.774	23.057.774	23.057.774	23.057.774	23.057.774
EQUIPO COMPUTACION Y COMUNICACIÓN	13.297.024	13.297.024	13.297.024	13.297.024	13.297.024	13.297.024
VEHICULOS	104.843.966	104.843.966	104.843.966	104.843.966	104.843.966	104.843.966
DEPRECIACION ACUMULADA	(83.986.273)	(113.106.149)	(152.226.026)	(191.345.902)	(230.465.779)	(269.585.655)
	207.212.491	178.092.615	238.972.738	199.852.862	160.732.985	121.613.109

Diferidos						
GASTOS PAGADOS POR ANTICIPADO	1.696.025	1.746.906	1.799.313	1.853.292	1.908.891	1.966.158
DIFERIDOS	950.289	978.798	1.008.162	1.038.406	1.069.559	1.101.645
	2.646.314	2.725.703	2.807.475	2.891.699	2.978.450	3.067.803

TOTAL ACTIVOS	1.073.097.936	1.102.060.108	1.210.431.631	1.301.403.005	1.273.750.953	1.248.735.972
----------------------	----------------------	----------------------	----------------------	----------------------	----------------------	----------------------

PASIVOS						
Corriente						
OBLIGACIONES BANCARIAS	-	-	-	76.388.889	83.333.333	83.333.333
OBLIGACIONES FINANCIERAS	98.448.888	315.018.564	383.500.977	195.006.006	200.856.186	206.881.872
PROVEEDORES POR PAGAR	514.978.220	317.999.615	333.899.596	350.594.576	368.124.305	386.530.520
COSTOS Y GASTOS POR PAGAR	6.854.213	7.059.839	7.271.635	7.489.784	7.714.477	7.945.911
UTILIDAD DECRETADA POR PAGAR	3.915.000	4.032.450	4.153.424	4.278.026	4.406.367	4.538.558
APORTES Y RETENCION POR PAGAR	3.825.667	3.940.437	4.058.650	4.180.410	4.305.822	4.434.997
IMPUESTOS POR PAGAR	22.887.968	10.179.933	10.796.264	7.283.406	10.262.580	14.045.189
OBLIGACIONES LABORALES	4.786.350	4.929.941	5.077.839	5.230.174	5.387.079	5.548.691
ANTICIPOS RECIBIDOS	245.019	252.370	259.941	267.739	275.771	284.044
	655.941.325	663.413.148	749.018.324	650.719.008	684.665.920	713.543.115

No Corriente						
OBLIGACIONES CON SOCIOS	27.400.000	28.222.000	29.068.660	29.940.720	30.838.941	31.764.110
OBLIGACIONES BANCARIAS	-	-	-	173.611.111	90.277.778	6.944.444
	27.400.000	28.222.000	29.068.660	203.551.831	121.116.719	38.708.554

TOTAL PASIVOS	683.341.325	691.635.148	778.086.984	854.270.839	805.782.639	752.251.669
----------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------

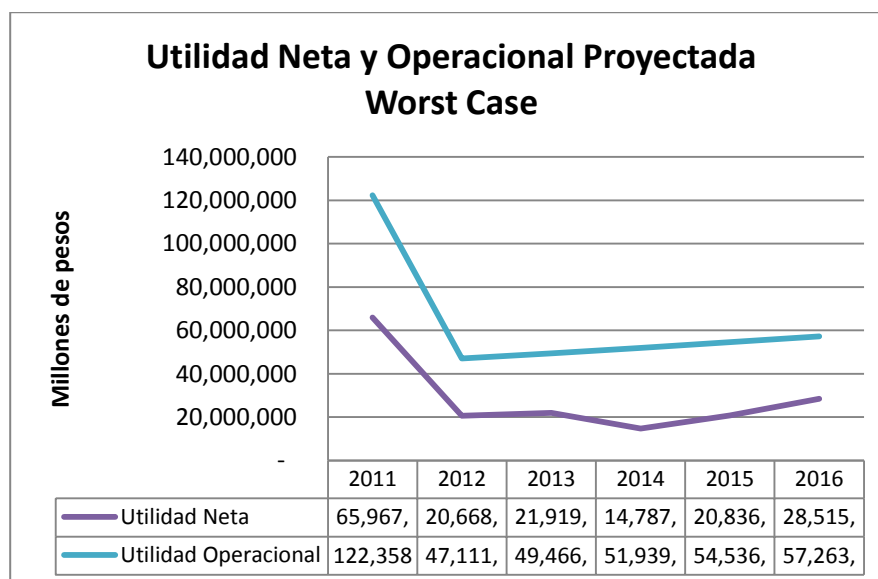
AÑOS	2011	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E
PATRIMONIO						
APORTES SOCIALES	-	-	-	-	-	-
CAPITAL SUSCRITO Y PAGADO	93.970.000	93.970.000	93.970.000	93.970.000	93.970.000	93.970.000
RESERVA LEGAL	20.000.000	20.000.000	20.000.000	20.000.000	20.000.000	20.000.000
REVALORIZACION PATRIMONIO	4.173	4.173	4.173	4.173	4.173	4.173
UTILIDADES (PERDIDAS) ACUMULADAS	209.814.823	275.782.438	296.450.786	318.370.473	333.157.994	353.994.141
UTILIDADES DEL EJERCICIO	65.967.615	20.668.348	21.919.687	14.787.520	20.836.147	28.515.989
	389.756.611	410.424.959	432.344.646	447.132.167	467.968.314	496.484.303

TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO	1.073.097.936	1.102.060.107	1.210.431.630	1.301.403.006	1.273.750.953	1.248.735.972
-----------------------------------	----------------------	----------------------	----------------------	----------------------	----------------------	----------------------

ESTADO DE RESULTADOS COMPARATIVO						
	2011	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E
VENTAS BRUTAS	2.250.691.101					
DEVOLUCIONES EN VENTAS	(5.086.198)					
DESCUENTOS EN VENTAS	(2.221.374)					
	(7.307.572)					
VENTAS NETAS	2.243.383.529	2.355.552.705	2.473.330.341	2.596.996.858	2.726.846.701	2.863.189.036
COSTOS DE VENTAS	(1.825.489.906)	1.907.997.691	2.003.397.576	2.103.567.455	2.208.745.828	2.319.183.119
UTILIDAD EN INGRESOS OPERACIONALES	417.893.623	447.555.014	469.932.765	493.429.403	518.100.873	544.005.917
GASTOS DE ADMINISTRACION	183.862.548	240.266.376	252.279.695	264.893.679	278.138.363	292.045.282
GASTOS DE VENTAS	111.672.360	160.177.584	168.186.463	176.595.786	185.425.576	194.696.854
	295.534.908	400.443.960	420.466.158	441.489.466	463.563.939	486.742.136
UTILIDAD OPERACIONAL	122.358.715	47.111.054	49.466.607	51.939.937	54.536.934	57.263.781

OTROS INGRESOS	4.865.201	5.011.157	5.161.492	5.316.336	5.475.827	5.640.101
OTROS EGRESOS FINANCIEROS	(7.958.680)	(8.197.440)	(8.443.364)	(21.312.500)	(14.625.000)	(5.625.000)
OTROS EGRESOS EXTRAORDINARIOS	(12.695.621)	(13.076.490)	(13.468.784)	(13.872.848)	(14.289.033)	(14.717.704)
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO	106.569.615	30.848.281	32.715.951	22.070.926	31.098.727	42.561.178
IMPUESTOS DE RENTA	(40.602.000)	10.179.933	10.796.264	7.283.406	10.262.580	14.045.189

UTILIDAD NETA	65.967.615	20.668.348	21.919.687	14.787.520	20.836.147	28.515.989
----------------------	-------------------	-------------------	-------------------	-------------------	-------------------	-------------------



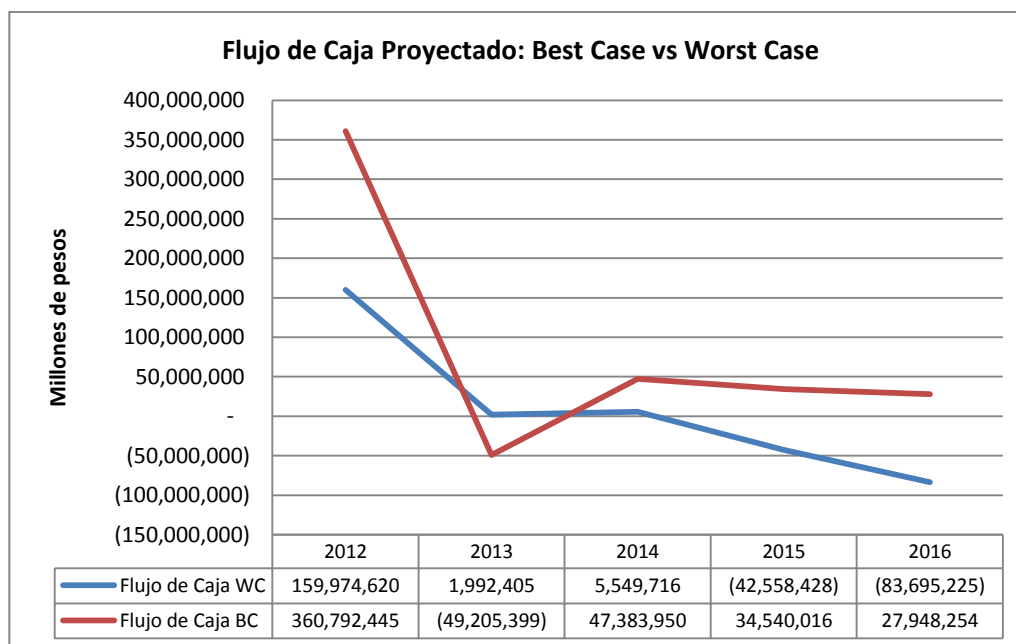
Teniendo en cuenta el desempeño del 2011, observamos como las utilidades operacional y neta son afectadas dado los supuestos de la compañía previendo ciertas situaciones negativas en la actividad económica de Proadhesivos SAS. Si bien año a año se recuperan, la caída es evidente y esto afectaría la estructura del flujo de caja.

Para la proyección del flujo de caja se utiliza el método directo en donde se vinculan aquellas cuentas que representen salida o ingreso de efectivo tanto del estado de resultados como del balance general proyectado. El método se caracteriza por la facilidad, ya que no

contiene algún ordenamiento complicado, para localizar donde están aquellas entradas o utilización de recursos por parte de la compañía.

El flujo proyectado en el best case nos da como resultado recursos a favor de la compañía en la mayoría de los periodos analizados. El 2013 es el único periodo negativo en el flujo y esto esta soportado en la ampliación de la bodega la cual fue realizada con recursos propios lo cual afecta la caja. Por lo tanto, sería motivo de reflexión por parte de la compañía si este proyecto debe ser cubierto de esta manera o con deuda financiera al largo plazo de modo que no impacte el capital de trabajo para la compañía.

Por otro lado, el worst case nos permite evaluar cómo los años 2015 y 2016 Proadhesivos SAS tendrá inconvenientes puesto que, de acuerdo a los supuestos, el efectivo generado después de operaciones es muy bajo como consecuencia de los altos gastos operacionales vs un crecimiento leve en ventas. Es importante resaltar con preocupación, que bajo este panorama el efectivo después de operaciones netas para todos los periodos es negativo ya que la empresa no tiene la estructura para soportar el nivel de gastos. Nuevamente el impacto es negativo con respecto al esfuerzo de la compañía para ampliar la bodega.



Unidad de las tablas: Pesos Colombianos

Proyección Flujo de Caja Best Case	2012	2013	2014	2015	2016
Ventas netas	2,579,891,058	2,966,874,717	3,411,905,925	3,923,691,813	4,512,245,585
Cambio clientes	187,256,387	96,745,915	111,257,802	127,946,472	147,138,443
Cambio anticipo de clientes	7,351	7,571	7,798	8,032	8,273
Efectivo recaudado por ventas	2,392,642,022	2,870,136,374	3,300,655,921	3,795,753,373	4,365,115,416

Costo de ventas	2,089,711,757	2,403,168,521	2,763,643,799	3,178,190,369	3,654,918,924
Cambio inventario	1,009,078	17,414,265	20,026,404	23,030,365	26,484,920
Cambio anticipo a proveedores	3,619,803	3,728,397	3,840,249	3,955,457	4,074,120
Cambio gastos acumulados por pagar	205,626	211,795	218,149	224,694	231,434
Cambio obligaciones laborales	143,591	147,898	152,335	156,905	161,612
Cambio otras cuentas por cobrar	690	711	732	754	777
Cambio cuentas por cobrar socios	53,153	54,747	56,390	58,082	59,824
Cambio cuentas por cobrar trabajadores	71,040	73,171	75,366	77,627	79,956
Cambio aportes y retención	114,770	118,213	121,760	125,412	129,175
Cambio proveedores	(166,692,927)	52,242,794	60,079,213	69,091,095	79,454,759
Efectivo pagado a proveedores	1,918,872,514	2,434,765,694	2,800,368,311	3,220,822,953	3,704,357,774
Efectivo derivado Act. Mercantil	473,769,509	435,370,680	500,287,610	574,930,420	660,757,642

Gastos de venta	134,154,335	154,277,485	177,419,108	204,031,974	234,636,770
Gastos de administración	201,231,503	231,416,228	266,128,662	306,047,961	351,955,156
Cambio pagos anticipados	50,881	52,407	53,979	55,599	57,267
Efectivo pagado por costos de operación	335,334,957	385,641,306	443,493,791	510,024,337	586,534,659
Efectivo después de operaciones	138,434,552	49,729,373	56,793,819	64,906,083	74,222,983

Otros ingresos	5,011,157	5,261,715	5,524,801	5,801,041	6,091,093
Otros gastos	(13,076,490)	(13,730,314)	(14,416,830)	(15,137,671)	(15,894,555)
Cambios utilidades decretadas	117,450	120,974	124,603	128,341	(4,406,367)
Impuesto de renta	45,715,128	53,109,069	54,747,830	66,941,347	81,410,657
Cambio impuesto por pagar	22,827,160	7,393,941	1,638,761	12,193,517	14,469,310
Otros ingresos/gtos e impuestos pagados	(30,835,851)	(54,062,754)	(61,876,495)	(63,956,119)	(81,151,176)
Efectivo después de operaciones neto	107,598,701	(4,333,380)	(5,082,676)	949,964	(6,928,193)

Egresos financieros	(8,197,440)	(8,607,312)	(29,919,812)	(23,232,312)	(14,232,312)
Ingreso de efectivo neto	99,401,261	(12,940,693)	(35,002,488)	(22,282,349)	(21,160,506)

Porción corriente de la deuda	-	-	-	76,388,889	83,333,333
Efectivo después de amortización de deuda	99,401,261	(12,940,693)	(35,002,488)	(98,671,237)	(104,493,839)

Cambio vehículo	-	-	-	-	-
Cambio equipo de oficina	-				
Cambio construcción y edificaciones	-	100,000,000	-	-	-
Cambio depreciación acumulada	(29,119,876)	(39,119,876)	(39,119,876)	(39,119,876)	(39,119,876)
Cambio activo fijo neto	29,119,876	(60,880,124)	39,119,876	39,119,876	39,119,876
Cambio inversiones no corriente	99,355	102,336	105,406	108,568	111,825
Cambio diferidos	28,509	29,364	30,245	31,152	32,087
Efectivo pagado por inversiones y planta	28,992,013	(61,011,823)	38,984,226	38,980,156	38,975,964
Exceso/Requerimiento de financiamiento	128,393,273	(73,952,516)	3,981,737	(59,691,081)	(65,517,875)

Cambio deuda corriente	69,275,143	5,031,721	(144,817,327)	(20,295,497)	229,288
Cambio deuda no corriente	-	-	173,611,111	(83,333,333)	(83,333,333)
Cambio deudas con socios	822,000	846,660	872,060	898,222	(26,300,384)
Financiamiento total externo	70,097,143	5,878,381	29,665,843	(102,730,609)	(109,404,429)
Efectivo después de financiamiento	198,490,416	(68,074,135)	33,647,581	(162,421,690)	(174,922,304)

Caja	8,060,538	-	-	25,000,000	25,750,000
Bancos	145,141,491	9,495,736	4,082,179	162,017,891	166,878,428
Inversiones corrientes	9,100,000	9,373,000	9,654,190	9,943,816	10,242,130
Efectivo final	360,792,445	(49,205,399)	47,383,950	34,540,016	27,948,254

Proyección Flujo de Caja Worst Case	2012	2013	2014	2015	2016
Ventas netas	2,355,552,705	2,473,330,341	2,596,996,858	2,726,846,701	2,863,189,036
Cambio clientes	327,467,857	39,259,212	41,222,172	43,283,281	45,447,445
Cambio anticipo de clientes	7,351	7,571	7,798	8,032	8,273
Efectivo recaudado por ventas	2,028,092,199	2,434,078,700	2,555,782,484	2,683,571,452	2,817,749,864

Costo de ventas	1,907,997,691	2,003,397,576	2,103,567,455	2,208,745,828	2,319,183,119
Cambio inventario	(29,875,946)	6,624,992	6,956,242	7,304,054	7,669,256
Cambio anticipo a proveedores	(96,380,197)	728,397	750,249	772,757	795,939
Cambio gastos acumulados por pagar	205,626	211,795	218,149	224,694	231,434
Cambio obligaciones laborales	143,591	147,898	152,335	156,905	161,612
Cambio otras cuentas por cobrar	690	711	732	754	777
Cambio cuentas por cobrar socios	53,153	54,747	56,390	58,082	59,824
Cambio cuentas por cobrar trabajadores	71,040	73,171	75,366	77,627	79,956
Cambio aportes y retención	114,770	118,213	121,760	125,412	129,175
Cambio proveedores	(196,978,605)	15,899,981	16,694,980	17,529,729	18,406,215
Efectivo pagado a proveedores	1,837,757,794	2,012,441,209	2,113,067,896	2,218,726,057	2,329,667,269
Efectivo derivado Act. Mercantil	190,334,405	421,637,491	442,714,587	464,845,395	488,082,595

Gastos de venta	160,177,584	168,186,463	176,595,786	185,425,576	194,696,854
Gastos de administración	240,266,376	252,279,695	264,893,679	278,138,363	292,045,282
Cambio pagos anticipados	50,881	52,407	53,979	55,599	57,267
Efectivo pagado por costos de operación	400,393,079	420,413,751	441,435,486	463,508,340	486,684,869
Efectivo después de operaciones	(210,058,674)	1,223,741	1,279,101	1,337,055	1,397,726

Otros ingresos	5,011,157	5,161,492	5,316,336	5,475,827	5,640,101
Otros gastos	(12,695,621)	(13,076,490)	(13,468,784)	(13,872,848)	(14,289,033)
Cambios utilidades decretadas	117,450	120,974	124,603	128,341	132,191
Impuesto de renta	10,179,933	10,796,264	7,283,406	10,262,580	14,045,189
Cambio impuesto por pagar	(12,708,035)	616,331	(3,512,858)	2,979,175	3,782,609
Otros ingresos/gtos e impuestos pagados	(30,454,982)	(17,973,957)	(18,824,109)	(15,552,086)	(18,779,321)
Efectivo después de operaciones neto	(240,513,656)	(16,750,216)	(17,545,008)	(14,215,031)	(17,381,595)

Egresos financieros	(8,197,440)	(8,443,364)	(21,312,500)	(14,625,000)	(5,625,000)
Ingreso de efectivo neto	(248,711,097)	(25,193,580)	(38,857,508)	(28,840,031)	(23,006,595)

Porción corriente de la deuda	-	-	-	76,388,889	83,333,333
Efectivo después de amortización de deuda	(248,711,097)	(25,193,580)	(38,857,508)	(105,228,920)	(106,339,928)

Cambio vehículo	-	-	-	-	-
Cambio equipo de oficina	-				
Cambio construcción y edificaciones	-	100,000,000	-	-	-
Cambio depreciación acumulada	(29,119,876)	(39,119,876)	(39,119,876)	(39,119,876)	(39,119,876)
Cambio activo fijo neto	29,119,876	(60,880,124)	39,119,876	39,119,876	39,119,876
Cambio inversiones no corriente	99,355	102,336	105,406	108,568	111,825
Cambio diferidos	28,509	29,364	30,245	31,152	32,087
Efectivo pagado por inversiones y planta	28,992,013	(61,011,823)	38,984,226	38,980,156	38,975,964
Exceso/Requerimiento de financiamiento	(219,719,084)	(86,205,403)	126,718	(66,248,764)	(67,363,964)

Cambio deuda corriente	216,569,676	68,482,413	(188,494,971)	5,850,180	6,025,686
Cambio deuda no corriente	-	-	173,611,111	(83,333,333)	(83,333,333)
Cambio deudas con socios	822,000	846,660	872,060	898,222	925,168
Financiamiento total externo	217,391,676	69,329,073	(14,011,800)	(76,584,932)	(76,382,480)
Efectivo después de financiamiento	(2,327,409)	(16,876,331)	(13,885,082)	(142,833,696)	(143,746,443)

Caja	8,060,538	-	-	-	-
Bancos	145,141,491	9,495,736	9,780,608	90,331,452	49,809,089
Inversiones corrientes	9,100,000	9,373,000	9,654,190	9,943,816	10,242,130
Efectivo final	159,974,620	1,992,405	5,549,716	(42,558,428)	(83,695,225)

Para la Mipyme (tipo de empresa de interés de este trabajo) debe ser una importante fuente de información sobre su gestión financiera (componente de la perdurabilidad) la capacidad de generar flujos de caja positivos, en la medida en que históricamente no se haya logrado debe implementarse estrategias frente a la cuentas que se identifiquen que están incurriendo en salidas de efectivo. Usualmente, los déficits en el flujo de caja son cubiertos con deuda o recursos de los socios, por el contrario, excedentes en el flujo de efectivo pueden ser utilizados en el pago de deudas o en inversiones.

4.5 Análisis sobre la perdurabilidad financiera:

Tal como indica Bolten (1983), más allá de aportar para la planificación de los eventos de largo plazo, la información financiera y las herramientas de análisis permiten a la persona o al área encargada de las finanzas en la empresa controlar y vigilar sus operaciones, y así, lograr mantener en actividad económica a la compañía. De esta forma, a lo largo del desarrollo del presente trabajo se ha mostrado que las herramientas financieras como los índices pueden ser funcionales para garantizar la perdurabilidad de una empresa, en este caso una Mipyme, desde el enfoque financiero, “la forma más común de control es el análisis de razones para medir el comportamiento en áreas generales como son la liquidez de la empresa, su capacidad de pago a corto plazo, la rentabilidad, la capacidad de pago a largo plazo y el uso del activo” (Bolten, 1983, Pág. 126). Si una compañía experimenta dificultades financieras, lo más seguro, es que su primera reacción sea liquidar sus cuentas por pagar más lentamente, incrementar sus préstamos con los bancos y tomar otras acciones que afecten la perdurabilidad de la empresa.

De acuerdo con Besley y Brigham (2001), los indicadores financieros se utilizan para ponderar y evaluar el desempeño operativo de una compañía, ya que, por ejemplo, los valores que expresan las utilidades en el estado de resultados podrían percibirse como convenientes pero es mejor si su aceptabilidad se puede medir con relación a otros periodos para tener mejor información sobre lo que ha sido la actividad actual de la empresa frente a su historia. También se considera esencial para la perdurabilidad financiera de una Mipyme, o en general en las empresas, mucha atención sobre el flujo de efectivo y las utilidades pues son aquellas que permiten a la compañía alcanzar oportunidades de inversión que afecten positivamente su sostenibilidad en el tiempo.

El estudio *Micro, pequeñas y medianas empresas en América Latina* afirma que, una de las condiciones desfavorables en las que se desenvuelve la Mipyme en América Latina y afecta su perdurabilidad es la poca calificación de sus trabajadores, y esto sucede, entre otras, en el área de las finanzas. En la misma línea, Genoveva (2003), en su estudio *La realidad de la Mipyme Colombiana*, señala que tres de cada diez empresarios de Mipymes manifiestan que requieren con prioridad fortalecer el recurso humano en temas financieros. Destaca, también, la gestión financiera como pilar importante para que la empresa se sostenga en el tiempo.

La perdurabilidad en una empresa, como se ha expresado, no depende únicamente de la gestión financiera, ya que existen otros componentes administrativos que se necesitan cumplir, pero si es uno de los factores determinantes. “Muchas empresas fracasan desde el punto de vista financiero, e incluso algunas terminan por desaparecer. Para evitar que esto ocurra, el director financiero debe poder prever a tiempo el fracaso de la empresa” (Arroyo y Prat, 2003, Pág., 379). Las grandes empresas no son inmunes a no continuar con su

actividad, pero al menos se preparan mejor en finanzas con interpretaciones de sus índices de corto plazo y el seguimiento de su desempeño contra su planificación financiera para evitarle.

En cuanto a medición, el presente estudio propone 2 elementos para que una Mipyme pueda evaluar, de alguna manera, la perdurabilidad de su actividad económica:

4.5.1 Economic Value Added

De acuerdo con Anaya (2006) el EVA (Economic Value Added) se considera un indicador que debe mirarse con implicaciones en el largo plazo, de tal manera que permita examinar a la empresa sus actuales estrategias, pero también se proponga implementar algunas nuevas siempre buscando incrementar el valor. Lo anterior es importante para contar con una idea sobre la posición de la compañía para perdurar en el tiempo. Así mismo, es un generador de información de desempeño a partir de la productividad de sus activos y del entorno, y la eficiencia de su actual estructura.

Si una Mipyme tiene la capacidad de generar valor para sus accionistas, socios o dueños tendrá mayor posibilidad de que estos cuenten con la motivación de mantener a la compañía durante el tiempo.

$$\text{EVA} = \text{UNA} - (\text{ANF} \times \text{CPC})$$

UNA= Utilidad Neta Ajustada

ANF= Activo Neto Financiado

CPPC= Costo Promedio Ponderado de
Capital

El EVA tiene como característica principal que incorpora los objetivos básicos de la empresa a nivel financiero y operativo.

A continuación los factores que incluye el EVA:

- ANF:

El activo neto financiado hace referencia al total de activos que han sido adquiridos, ya sea con obligaciones financieras o con recursos de los socios. Teniendo en cuenta la dificultad para identificarlos con exactitud, estableceremos que el activo neto financiado es la suma del patrimonio y de los pasivos financieros.

$$\text{ANF} = \text{OBLIGACIONES FINANCIERAS} + \text{PATRIMONIO}$$

- CPPC:

El costo promedio ponderado de capital resulta de la ponderación del patrimonio y el endeudamiento financiero registrado en el balance de acuerdo a su respectiva participación en éste. Generalmente el pasivo financiero de las empresas está ligado a varias entidades bancarias y con diferente tasa de interés contratada, por lo que se sugiere tomar para el cálculo el costo promedio de las obligaciones financieras. Por otro lado, se debe tener en cuenta costo de oportunidad de los dueños de la empresa. La tasa de retorno de los dueños es superior a la de los acreedores.

- UNA:

La utilidad neta ajustada es la utilidad antes de impuestos y de gastos financieros. Para el ejercicio, se requiere al estado de resultados sin ajustes de inflación. Este factor en el EVA pretende establecer si esta utilidad es suficiente para atender su obligación con los recursos

provenientes del pasivo financiero y de los dueños, y adicionalmente generar riqueza. Algunos autores incluyen los ingresos clasificados como “otros” dentro del estado de pérdidas y ganancias con el argumento de que estos beneficios fueron generados por el uso de algún activo, sin embargo este trabajo no lo tendrá en cuenta ya que solo realizaremos el ejercicio con lo que la compañía clasifica como entradas producidas por la operación del negocio.

El EVA genera información de modo fundamental para los accionistas, socios o dueños de la empresa, puesto que confronta sus intereses con el desempeño en términos de creación de valor. En la medida que una empresa como Proadhesivos SAS demuestre estar creando riqueza a sus dueños estará transmitiendo que sus estrategias están bien establecidas y habrá que renovarlas en este sentido. De lo contrario se tendrá que revisar la administración del negocio con el fin de reconducir sus estrategias para mantenerse en actividad antes que los accionistas decidan no continuar perdiendo riqueza.

Unidad de las tablas: Pesos Colombianos

UNA	2009	2010	2011
Utilidad antes de intereses e TX	81,794,804	122,334,716	122,358,715

ANF	2009	2010	2011
Obligaciones Financieras	35,734,235	2,684,610	97,448,888
Obligaciones con socios	30,000,000		27,400,000
Patrimonio	20,000,000	20,000,000	93,970,000
ANF	85,734,235	22,684,610	218,818,888

Para el cálculo del Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPC) establecemos dos consideraciones:

- La tasa a la que accede la compañía, en promedio, a fondos en el sistema financiero es del 10.80%EA
- La tasa de interés de oportunidad de los dueños es del 20% teniendo en cuenta sus expectativas de retorno

CPPC - 2009		Tasa	Participación	Ponderación
Obligaciones Financieras	35,734,235	10.8%	64%	6.92%
Patrimonio	20,000,000	20.00%	36%	7.18%
Total	55,734,235			
CPPC	14.10%			

CPPC - 2010		Tasa	Participación	Ponderación
Obligaciones Financieras	2,684,610	10.8%	12%	1.28%
Patrimonio	20,000,000	20.00%	88%	17.63%
Total	22,684,610			
CPPC	18.91%			

CPPC - 2011		Tasa	Participación	Ponderación
Obligaciones Financieras	98,448,888	10.8%	51%	5.53%
Patrimonio	93,970,000	20.00%	49%	9.77%
Total	192,418,888			
CPPC	15.29%			

El resultado del EVA hace referencia al monto que genera la compañía en un determinado periodo. Se sugiere no analizar un solo periodo sino contrastar el resultado con los periodos anteriores para obtener una tendencia.

	2009	2010	2011
EVA	69,705,092	118,044,778	88,894,902

Tabla en Pesos Colombianos

	2009	2010	2011
Delta EVA	-	69.35	(24.69)

Datos porcentuales

Si bien los resultados son positivos y la compañía produce riqueza a los accionistas, para el 2011 la variación es negativa. La posibilidad de obtener mejores resultados en el EVA está en la afectación de sus factores. Mayores márgenes a nivel bruto y operacional mejora la utilidad neta ajustada y para esto se deben agregar a la actividad comercial nuevas líneas de negocio rentables, nuevos canales y mercados que incrementen las ventas, revisar los gastos operacionales, entre otras estrategias. Así como también la negociación con los bancos para obtener mejores tasas de interés e incrementos en los cupos de crédito para disminuir los recursos provenientes de los socios que, en teoría, son más costosos.

Es importante que las Mipymes, dado su difícil acceso a la banca por su frágil estructura financiera, logren el máximo rendimiento con la mínima inversión en activos.

4.5.2 El modelo Z score de Edward I. Altman

De acuerdo al marco teórico del trabajo, son muchas las Mipymes que terminan por fracasar, a su temprana edad, desde el punto de vista financiero y esto las conduce a desaparecer. Es importante resaltar que los ciclos económicos en cualquier país no son causa necesaria ni tampoco suficiente para desembocar en una quiebra. Si así fuera todas las Mipymes quebrarían durante cualquier recesión económica.

El modelo Z score fue desarrollado por Edward I. Altman y se viene aplicando con éxito desde 1966, sin embargo, la forma que se expone a continuación data de 1983. El modelo corresponde a un polinomio de 5 variables con el objetivo de establecer una puntuación. Durante la selección de las variables independientes en el modelo, Altman agrupó y analizó 22 índices financieros tradicionales potencialmente convenientes para el estudio, en los campos de rentabilidad, liquidez, endeudamiento, solvencia y actividad. Estos indicadores se escogieron con base en su popularidad e importancia en la literatura financiera. Las razones financieras seleccionadas son multiplicadas por un coeficiente de regresión estándar calculado por Edward Altman.

$$Z = 1.2x_1 + 1.4x_2 + 3.3x_3 + 0.6x_4 + 1.0x_5$$

- X1: fondo de maniobra/activo total

El fondo de maniobra corresponde a la diferencia entre el activo y el pasivo corriente. Es la parte del modelo en donde la liquidez de la compañía tiene su participación.

- X2: reservas acumuladas/activo total

En esta fracción la edad de la empresa tiene bastante relevancia, ya que una empresa con menor edad tiene mayor posibilidad de no perdurar en comparación con una compañía con una operación o actividad económica establecida. Usualmente las empresas de más edad en operación tienen un mayor nivel de reservas acumuladas.

- X3: beneficio antes de impuestos e intereses/activo total

Si una Mipyme no consigue consolidar su operación para generar suficientes recursos seguramente acabara por desaparecer de un año a otro por no poder hacer frente a sus obligaciones de pago. Cabe resaltar, que en esta parte no se consideran los ingresos que no correspondan a su actividad.

- X4: Recursos propios/recursos ajenos

Para el caso de las Mipymes que usualmente no cotizan en bolsa, los recursos propios hacen referencia al capital contable de la compañía. Por otro lado, los recursos ajenos corresponden al pasivo en el balance.

- X5: ventas/activo total

Muestra la capacidad administrativa y comercial de la empresa frente a la competencia de las demás empresas en el sector donde se desempeña. El resultado se interpreta en el número de veces que las ventas contienen al activo.

De acuerdo con el modelo, las empresas en la muestra de Edward Altman que alcanzaron un resultado menor a 1.81 terminaron por fracasar. Por el contrario, aquellas con

una puntuación mayor a 2.99 no tuvieron ni que ser liquidadas ni reorganizadas. Los resultados entre 1.81 y 2.99 se consideran en una zona de precaución.

Utilizando la estructura financiera de Proadhesivos SAS para el ejercicio práctico del modelo Z en una Mipyme obtenemos lo siguiente:

Activo Corriente	562,960,397	654,579,070	859,927,290
Pasivo Corriente	405,547,900	510,605,271	655,941,325
Fondo de maniobra	157,412,497	143,973,799	203,985,965
	2009	2010	2011
Fondo de maniobra	157,412,497	143,973,799	203,985,965
Activo Total	742,250,620	882,394,268	1,073,097,936
X1	0.212	0.163	0.190
	2009	2010	2011
Reservas acumuladas	154,635,991	175,728,547	209,814,823
Activo Total	742,250,620	882,394,268	1,073,097,936
X2	0.208	0.199	0.196

	2009	2010	2011
UAI	81,794,804	122,334,716	122,358,715
Activo Total	742,250,620	882,394,268	1,073,097,936
X3	0.110	0.139	0.114

Obligaciones con socios	30,000,000		27,400,000
Patrimonio	20,000,000	20,000,000	93,970,000
Recursos propios	50,000,000	20,000,000	121,370,000

Para obtener resultados más ácidos, este trabajo tiene en cuenta en los recursos propios aquellos fondos de los dueños que están prestados a la compañía.

	2009	2010	2011
Recursos propios	50,000,000	20,000,000	121,370,000
Recursos ajenos	435,547,900	510,605,271	683,341,325
X4	0.115	0.039	0.178

	2009	2010	2011
Ventas	1,429,042,506	1,914,699,236	2,243,383,529
Activo Total	742,250,620	882,394,268	1,073,097,936
X5	1.925	2.170	2.091

Modelo Z	2009	2010	2011
Factor 1	1.2	1.2	1.2
X1	0.212	0.163	0.190
Factor 2	1.4	1.4	1.4
X2	0.208	0.199	0.196
Factor 3	3.3	3.3	3.3
X3	0.110	0.139	0.114
Factor 4	0.6	0.6	0.6
X4	0.115	0.039	0.178
Factor 5	1	1	1
X5	1.925	2.170	2.091
Resultado	2.90	3.13	3.08

El resultado del año 2009 fue el menor, comparativamente, y se ubica en zona de precaución, en donde la compañía debe revisar las estrategias usadas y el modo de acción. Los puntajes logrados en 2010 y 2011 están situados en la región donde se establece que las

empresas no tienen síntomas para ser reorganizadas o liquidadas. Sin embargo, es importante analizar a X3 y X4 puesto que son los componentes con menor participación en el modelo.

En X3 es relevante que se enfoquen los esfuerzos en incrementar la utilidad operacional como consecuencia en el nivel de activos totales que se tiene, es decir maximizar el retorno del activo. Por otro lado, X4 nos muestra que la fuente de recursos de la compañía proviene principalmente de los acreedores (recursos ajenos), si bien son más baratos que el retorno exigido de capital de los dueños/accionistas, también es cierto que los acreedores podrían exigir la liquidación de sus “inversiones” dentro de la estructura financiera de la empresa en cualquier momento y esto pondría en peligro la continuidad del negocio.

4.5.3 EVA y Modelo Z score en Best y Worst Case

Best Case:

	2012	2013	2014	2015	2016
EVA	113,904,959	136,479,260	151,973,417	235,421,509	270,734,735

	2012	2013	2014	2015	2016
Delta EVA	-	19.82	11.35	54.91	15.00

Modelo Z BC	2012	2013	2014	2015	2016
Factor 1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
X1	0.299	0.295	0.452	0.474	0.488
Factor 2	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
X2	0.252	0.291	0.308	0.352	0.399
Factor 3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
X3	0.142	0.141	0.132	0.141	0.149
Factor 4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
X4	0.210	0.190	0.152	0.156	0.122
Factor 5	1	1	1	1	1
X5	2.361	2.342	2.207	2.352	2.487
Resultado	3.67	3.68	3.71	3.97	4.20

De acuerdo con el EVA y el Modelo Z Score la planificación de la compañía para los próximos cinco años podría considerarse acertada, puesto que, la medición de los modelos señalados para la perdurabilidad financiera es positiva. Se genera valor para los accionistas, dueños o socios de Proadhesivos SAS y el score está muy por encima del riesgo de que la compañía sea liquidada o reorganizada.

Worst Case:

	2012	2013	2014	2015	2016
EVA	(9,349,486)	(14,411,240)	(18,628,562)	54,536,934	57,263,781

	2012	2013	2014	2015	2016
Delta EVA	-	(54.14)	(29.26)	192.76	5.00

Modelo Z WC	2012	2013	2014	2015	2016
Factor 1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
X1	0.231	0.179	0.341	0.331	0.326
Factor 2	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
X2	0.250	0.245	0.245	0.262	0.283
Factor 3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
X3	0.043	0.041	0.040	0.043	0.046
Factor 4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
X4	0.184	0.164	0.150	0.161	0.175
Factor 5	1	1	1	1	1
X5	2.137	2.043	1.996	2.141	2.293
Resultado	3.02	2.83	2.97	3.14	3.34

En este caso, durante los periodos 2012, 2013 y 2014 la compañía pierde valor y esto también se ve reflejado en el bajo score frente a los periodos 2015 y 2016. Estos resultados son señales de riesgo para la compañía, y si bien corresponde a un escenario en donde los supuestos propuestos son bastante conservadores y simulan efectos “negativos” en la operación del negocio se hace necesario por parte de la empresa tenerlos en cuenta y desarrollar estrategias para contrarrestarlos en el momento en que se conviertan en una realidad. Es posible lograr resultados positivos incluso en el worst case, como se observa en los últimos dos periodos. Sin embargo, también es probable que la estructura financiera de

la compañía sea tan golpeada, como en los tres periodos iniciales, que no alcance a llegarse a esos resultados positivos. Los supuestos en este escenario exigen que la compañía produzca estrategias para soportar las dificultades de los primeros años de estudio para que finalmente se logre suficiente una tendencia positiva como se refleja para el 2015 y 2016.

Es de esta manera que la metodología propuesta se transforma en una herramienta financiera para que una mipyme, en este caso, pueda asegurar su perdurabilidad. Primero, un análisis sobre la situación actual e histórica a través del análisis financiero de ratios en los campos que principalmente afectan, en forma directa, la continuidad de la actividad económica de la empresa: rentabilidad, liquidez y endeudamiento. Segundo, una planificación de las finanzas creando escenarios uno positivo y otro más conservador o negativo con el fin de poder generar estrategias en toda el área de la compañía para potenciar el best case o contrarrestar el worst case, dependiendo de lo que vaya enfrentando el presente de la empresa vs la proyección. Y por último una medición financiera, histórica y proyectada, sobre la perdurabilidad del negocio. Estos tres pasos, cada uno con su respectivo análisis, constituyen al final un soporte en gestión financiera para la sostenibilidad en el tiempo de una mipyme.

5 CONCLUSIONES

Actualmente, la competencia que tienen que encarar las empresas en los diferentes sectores y mercados las obliga a tener que crear estrategias que implican el uso de conceptos financieros, y aunque estos se encuentran a disposición, en muchas ocasiones, no son muy utilizados. Uno de los problemas que enfrenta la Micro, Pequeña y Mediana Empresa (Mipyme) para garantizar una sostenibilidad financiera y con esto su perdurabilidad, es su poca conciencia o manejo deficiente de los elementos y herramientas en finanzas a partir de su estructura.

Las Mipymes pueden controlar conscientemente y mejorar su desempeño a partir de una buena administración financiera que involucre conceptos de corto y largo plazo aquí desarrollados, de ahí la importancia de haber abordado, las finanzas en tipo de compañías a través de un estudio de caso.

Para esto se hizo una selección de los conceptos en la teoría del análisis financiero desde aquellos que generan mayor información y son de fácil aplicación como para la estructura financiera de una Mipyme. Se construyó una proyección partiendo de los siguientes elementos: historia financiera (cinco años), promedios, políticas de la compañía y supuestos teniendo en consideración los objetivos de la Mipyme en estudio. Sobre este punto, se resalta la importancia de haber propuesto dos escenarios: Best Case y Worst Case, ya que se pueden incorporar aquellos supuestos más optimistas y pesimistas respecto a su operación y al entorno, y poder trazar por parte de la administración financiera los objetivos hacia adelante, año a año. Los supuestos más significativos estuvieron considerados en la rotación de la cartera, los proveedores y el inventario. Además de establecer los objetivos

en ventas y utilidad operacional en cada escenario. También se fijaron aquellos planes de inversión de esta Mipyme, por ejemplo, en las nuevas líneas de negocio y en la ampliación en el activo fijo lo cual tiene su impacto en el balance, estado de resultado y finalmente en el flujo de caja.

Luego se presentó una medición de la generación de valor de la empresa lo cual termina por afectar las motivaciones de los dueños o socios y se ajustó la definición de cada factor del modelo Z a la información de Proadhesivos SAS para obtener resultados concretos en perdurabilidad financiera.

Finalmente con esta integración de elementos se consigue el objetivo general del proyecto como principal aporte, se logra crear una metodología en finanzas, aplicable a las Mipymes, contando con elementos en análisis, proyección y sostenibilidad financiera a partir de un estudio de caso de una pequeña empresa: Proadhesivos SAS. Incluso la utilización de los conceptos y herramientas en finanzas, de corto y largo plazo, que se establecieron en el presente trabajo podría permitir a las personas responsables de la operación del negocio tomar decisiones correctas, eficientes y óptimas en la compañía en términos financieros. También, el estudio cumple los objetivos específicos abordando las características importantes dentro del perfil de las finanzas de la Mipyme en Colombia y en el señalamiento de factores de la perdurabilidad en las empresas y deja el camino abierto para que sea complementado o fortalecido por aportes que provengan de la administración, pues debe ser mencionado que la subsistencia de una compañía también involucra temas como gobernabilidad, organización corporativa, recurso humano, entre otros, los cuales son componentes no tenidos en cuenta en el análisis por lo que se podría estimar con una limitante en este trabajo.

Si bien los resultados presentados de la compañía, en forma general, son buenos siempre se debe plantear una búsqueda en la consolidación de mejores rendimientos para mantenerse en el tiempo. Aquellos resultados estarán influenciados por factores como el margen bruto y operacional quienes finalmente determinan el nivel de utilidad neta al final del periodo, para esto es importante que la empresa pueda ampliar su portafolio de productos con líneas rentables, acceder a nuevos mercados que incrementen los ingresos, controlar los gastos de administración y venta, además de otras estrategias. La relación y los acuerdos con los bancos siempre son relevantes para obtener mejores tasas de interés y cupos establecidos para capital de trabajo con el fin de reducir los recursos que aportan los socios que, en teoría, son más costosos y, de esta manera, soportar la operación normal de la actividad. Sin embargo, dado el difícil acceso a condiciones favorables por parte de la banca por su débil estructura financiera, las Mipymes deben lograr el máximo rendimiento con la mínima inversión en activos.

REFERENCIAS

- Acosta, Miguel. (1998). *Factores financieros internos y competitividad empresarial*. La Laguna – España: Universidad de La Laguna. Departamento de Economía Financiera y Contabilidad. Recuperado de: <http://tesis.bbt.k.ull.es/ccssyhum/cs60.pdf>
- Anaya, Héctor (1997), *Flujo de Caja y proyecciones Financieras*, Universidad Externado de Colombia, Grupo Editorial 87, Colombia.
- Baena, Diego (2010), *Análisis financiero enfoque y proyecciones*, Eco Ediciones, Bogotá D. C. Colombia.
- Barrera, Carlos (2009), *Las TIC como fuente primaria de información estadística. El caso del comercio electrónico*. Colombia: Método Transdisciplinary research group on social sciences. Working Paper N° 59.
- Besley, Scott y Brigham Eugene (2001), *Fundamentos de Administración Financiera*, McGRAW-HILL, México D.F.
- Block, Stanley y Hirt, Geoffrey (2005), *Administración Financiera*, McGRAW-HILL, Mexico.
- Bonilla, Elsy y Rodríguez, Penélope (2005), Tercera Edición. *Más allá del dilema de los métodos. La investigación en ciencias sociales*, Grupo Editorial Norma, Bogotá D. C. Colombia.
- Bolten, Steven (1983), *Administración Financiera*, Editorial Limusa SA, México.

- Boza, Andrés; Cuenca, Llanos; Fernández, Marta; Montesa, José; Oltra, Juan y Torralba, José. (2007), *Introducción a las organizaciones y sus sistemas de información*, Valencia: Universidad Politécnica de Valencia. Escuela Técnica Superior de Informática Aplicada.
- Brealey, Richard; Myers, Stewart y Allen Franklin (2006) *Principios de Finanzas Corporativas*, McGRAW-HILL, España.
- Buniak, Leonardo. (2010). *Planificación Estratégica, Control de Gestión, Simulación Financiera y Análisis de Sensibilidad para Bancos y otros intermediarios de créditos*. Bogotá D. C.: Camels Ratings System.
- Cantalapiedra, Mario. (2001). *Manual de gestión financiera para Pymes*. Madrid: Inversiones Editoriales Dossat 2000.
- Cárdenas Patricia, S. P. (2002). *Las pymes: Vitales para la recuperación del crecimiento económico*. Pymes exportadoras de Colombia: Universidad Sergio Arboleda. Mayo.
- Castro Monge Edgar (2010), *El Estudio de Casos como Metodología de la Investigación y su Importancia en la Dirección y Administración de Empresas*. Escuela Ciencias de la Administración. Universidad Estatal a Distancia, Costa Rica.
- Congreso de Colombia. Ley 905 (02 Agosto, 2004); *Por medio de la cual se modifica la Ley 590 de 2000 sobre promoción del desarrollo de la micro, pequeña y mediana empresa colombiana y se dictan otras disposiciones*.
- Fornero, Ricardo. (s. f.). *Formulación de proyecciones financieras*. Cuyo: Universidad del Cuyo.

- García, Bianor. (2001). *Análisis Financiero bases y técnicas esenciales*. Medellín.
- Hernández Daniela y Zúñiga Lina María (2012), *Vida y muerte empresarial, estudios empíricos de perdurabilidad*, Universidad del Rosario, Bogotá D.C., Colombia.
- Horrigan James (1968), *The Accounting Review* Vol 43, American Accounting Association
- Jiménez, Patricio. (s.f.). *Manual análisis financiero*, Valparaíso: Ecogestión Editora S. A.
- La problemática de la pequeña y mediana empresa en Colombia*, Escuela de Administración de Negocios, 1989, Bogotá DC, Colombia.
- León García Oscar (1999), *Administración financiera*, 3ed, Cali-Colombia.
- Machinea, José (2008), *Propiedad intelectual y desarrollo de TIC en Costa Rica*, Comisión Económica para América Latina (CEPAL). México.
- Mayes, Timothy y Shank, Todd (2010), *Análisis financiero con Microsoft Excel*. Quinta Edición. Cengage Learning Editores, México.
- Prat Margarita, Arroyo Antonio (2003), *Dirección Financiera*. España, Ediciones Deusto
- Pinto, Juan Alfredo (1989) *La problemática de la pequeña y mediana empresa en Colombia*, Escuela de Administración de Negocios
- Rivera, Hugo. (2012). *Perdurabilidad empresarial: la historia de las empresas mexicanas y colombianas más antiguas*. Bogotá D. C.: Revista Concyteg.
- Rivera, Jorge. (2007). *Perdurabilidad financiera y factores determinantes de la estructura de capital de las Pymes del sector de confecciones del Valle del Cauca en el*

Período 2000 – 2004. Universidad del Valle. Grupo de Investigación en Generación de Valor Económico (GIGVE).

Rodríguez, Astrid. (2003). *La realidad de la Pyme colombiana, desafío para el desarrollo*. Fundes, Bogotá, Colombia.

Ross A. Sthephen, Randolph W. Westerfield, Bradford D. Jordan (2007), *Fundamentos de finanzas corporativas, McGraw-Hill, México DF*

Salmi Timo, Martikainen Teppo (1994) *a review of the theoretical and empirical basis of financial ratio analysis*, The Finnish Journal of Business Economics.

Sanabria, Néstor; Manolo, Nelson y Cantillo, José. (2011). *Perdurabilidad empresarial. Los hechos del sector servicios*. Bogotá D. C. Revista Universidad & Empresa N° 21.

Sánchez, John; Osorio, Jaime y Baena, Ernesto (2007), *Algunas aproximaciones al problema de financiamiento de las pymes en Colombia*, Pereira: Universidad Tecnológica de Pereira, Revista Scientia et Technica, Año XIII N° 34.

Sampayo, María y Blanco, Angélica. (2012). *De la morbilidad a la perdurabilidad empresarial* Club Campestre de Bucaramanga. Bogotá D. C.: Universidad del Rosario. Facultad de Administración. Vida y muerte empresarial, estudios empíricos de perdurabilidad.

Situación y necesidades de la pequeña y mediana empresa (2005), Universidad Sergio Arboleda, Revista Electrónica de difusión científica, Bogotá, Colombia.

- Trujillo, María Andrea; Guzmán, Alexander; Ribera, Hugo y Montealegre, Óscar. (2007). *Avances en el indicador de perdurabilidad empresarial*. Bogotá D. C.: Universidad del Rosario. Documentos de Investigación N° 36.
- Uribe, Claudia; Ardila, Gustavo y Esmeral, Fernando. (2006). *Financiamiento y promoción a la Pyme exportadora: el caso de Colombia*. Lima: Asociación Latinoamericana de Instituciones Financieras para el Desarrollo (ALIDE)
- Weston, Fred; Brigham Eugene (1999), *Fundamentos de administración financiera*, McGraw Hill 10ed. México.
- Velásquez, Leda. (2003). *Estudio del alcance de la implantación de Tecnologías de Información, como apoyo al mejoramiento de los procesos, en las pequeñas y medianas empresas del sector manufacturero en Bogotá*. Pontifica Universidad Javeriana. Facultad de Ingeniería. Departamento de Industrial. Bogotá D. C., Colombia.
- Villegas, Dora y Toro, Iván. (2010). *Las Pymes: una mirada a partir de la experiencia académica del MBA*. Medellín: Universidad EAFIT, Revista MBA EAFIT.
- Vélez Montes Diego, Holguín Lagos Harry, De La Hoz Pinzón Gerardo, Duran Bobadilla Yazmín, Gutiérrez Ayala Irma (2008). *Dinámica de la empresa familiar Pyme*. Fundes Internacional, Colombia.
- Wild, John; Subramanyam, K. y Halsey, Robert. (2007). *Análisis de estados financieros*. México: Mc Graw Hill Interamericana.

Yin, R. (1994): *Case Study Research: Design and Methods*. Sage Publications, Thousand Oaks, CA.

ANEXOS

Razón Corriente: Se le conoce como el indicador tradicional dentro del análisis financiero, pero para el sector financiero no debe ser el único a revisar, puesto que depende de la facilidad que tenga la empresa de convertir estos activos corrientes (principalmente cartera e inventario) en efectivo. La unidad de medición es en veces.

$$\frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

Prueba Acida: En este indicador, al activo corriente se le descuentan los inventarios ya que su transformación en efectivo es menos inmediata porque tendría que concretarse primero su venta o, en otro escenario, podría estarse presentando la existencia de inventario obsoleto y/o dañado, entre otras situaciones lo cual podría distorsionar el índice de razón corriente.

$$\frac{\text{Activo Corriente} - \text{Inventario}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

La **información financiera** de la compañía Proadhesivos SAS esta generada bajo la aprobación del Representante Legal, Ana María Ramírez Marín, y la contadora Adiel Mira.

Tabla 1. Balance G General Proadhesivos S.A.S. período 2007 – 2011. Pesos Colombianos

BALANCE GENERAL PROADHESIVOS S.A.S. PERÍODO 2007 - 2011					
AÑOS	2007	2008	2009	2010	2011
ACTIVOS					
Corriente					
CAJA	200.199	2.944.404	4.066.286	11.042.748	8.060.538
BANCOS	25.895.491	24.873.447	95.785.169	101.836.038	145.141.491
INVERSIONES TEMPORALES	600.000	-	3.300.000	5.800.000	9.100.000
CUENTAS POR COBRAR CLIENTES	462.987.878	433.799.761	370.503.290	450.552.651	457.716.378
CUENTAS POR COBRAR SOCIOS	88.666	-	5.049.625	3.205.000	1.771.761
CUENTAS POR COBRAR A TRABAJADORES	-	3.363.884	-	1.000.000	2.368.000
OTRAS CUENTAS POR COBRAR	81.336	50.107.288	7.029.041	615.945	23.000
ANTICIPO A JUSTIFICAR	-	-	-	407.117	120.660.102
ANTICIPO IMPUESTOS	4.674.870	3.969.554	715.186	-	-
INVENTARIOS	107.570.642	91.123.501	76.511.800	80.119.571	115.086.020
	602.099.082	610.181.839	562.960.397	654.579.070	859.927.290
No Corriente					
INVERSIONES - BONOS	1.098.000	-	-	3.311.841	3.311.841
OTRAS CUENTAS POR COBRAR	7.333.421	3.202.185	-	-	-
	8.431.421	3.202.185	-	3.311.841	3.311.841
Propiedad planta y equipo					
CONSTRUCCIONES Y EDIFICACIONES	-	-	150.000.000	150.000.000	150.000.000
MUEBLES Y ENSERES	7.810.047	9.540.911	11.368.151	15.790.158	23.057.774
EQUIPO COMPUTACION Y COMUNICACIÓN	6.936.004	6.936.004	9.706.004	12.597.024	13.297.024
VEHICULOS	68.786.921	68.786.921	68.786.921	102.553.926	104.843.966
DEPRECIACION ACUMULADA	(30.790.533)	(44.347.619)	(58.467.734)	(58.655.119)	(83.986.273)
	52.742.439	40.916.217	181.393.342	222.285.989	207.212.491
Diferidos					
GASTOS PAGADOS POR ANTICIPADO	1.277.648	1.591.465	1.295.014	1.335.455	1.696.025
DIFERIDOS	-	-	1.601.867	881.913	950.289
	1.277.648	1.591.465	2.896.881	2.217.368	2.646.314
TOTAL ACTIVOS	664.550.590	655.891.706	747.250.620	882.394.268	1.073.097.936
PASIVOS					
Corriente					
OBLIGACIONES BANCARIAS	7.000.000	-	-	-	-
OBLIGACIONES FINANCIERAS	15.000.000	-	35.734.235	2.684.610	98.448.888
PROVEEDORES POR PAGAR	382.338.846	353.071.256	346.438.562	476.120.795	514.978.220
COSTOS Y GASTOS POR PAGAR	750.498	1.895.449	482.244	125.570	6.854.213
UTILIDAD DECRETADA POR PAGAR	-	-	-	-	3.915.000
APORTES Y RETENCION POR PAGAR	2.412.636	1.950.753	1.010.371	3.419.692	3.825.667
IMPUESTOS POR PAGAR	5.674.000	13.809.000	15.402.000	26.963.244	22.887.968
OBLIGACIONES LABORALES	2.993.783	2.256.966	1.895.488	1.291.360	4.786.350
ANTICIPOS RECIBIDOS	3.200.000	3.200.000	4.585.000	-	245.019
	419.369.763	376.183.424	405.547.900	510.605.271	655.941.325
No Corriente					
OBLIGACIONES CON SOCIOS	2.835.166	-	-	-	27.400.000
OTRAS OBLIGACIONES	23.418.619	11.098.119	30.000.000	-	-
	26.253.785	11.098.119	30.000.000	-	27.400.000
TOTAL PASIVOS	445.623.548	387.281.543	435.547.900	510.605.271	683.341.325

AÑOS	2007	2008	2009	2010	2011
PATRIMONIO					
APORTES SOCIALES	20.000.000	20.000.000	20.000.000	-	-
CAPITAL SUSCRITO Y PAGADO	-	-	-	20.000.000	93.970.000
RESERVA LEGAL	15.910.184	20.000.000	20.000.000	20.000.000	20.000.000
REVALORIZACION PATRIMONIO	73.974.173	73.974.173	73.974.173	73.974.173	4.173
UTILIDADES (PERDIDAS) ACUMULADAS	58.999.605	104.952.870	154.635.991	175.728.547	209.814.823
UTILIDADES DEL EJERCICIO	50.043.080	49.683.120	43.092.556	82.086.277	65.967.615
	218.927.042	268.610.163	311.702.720	371.788.997	389.756.611
TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO	664.550.590	655.891.706	747.250.620	882.394.268	1.073.097.936

Tabla 2. Estado de Resultados Proadhesivos S.A.S. período 2007 – 2011. Pesos Colombianos

ESTADO DE RESULTADOS COMPARATIVO PROADHESIVOS S.A.S.					
	2007	2008	2009	2010	2011
VENTAS BRUTAS	1.352.405.472	1.341.138.273	1.444.345.333	1.933.639.082	2.250.691.101
DEVOLUCIONES EN VENTAS	(4.736.948)	(16.715.662)	(12.190.723)	(8.766.514)	(5.086.198)
DESCUENTOS EN VENTAS	(3.447.773)	(1.548.236)	(3.112.104)	(10.173.332)	(2.221.374)
	(8.184.721)	(18.263.898)	(15.302.827)	(18.939.846)	(7.307.572)
VENTAS NETAS	1.344.220.751	1.322.874.375	1.429.042.506	1.914.699.236	2.243.383.529
COSTOS DE VENTAS	(1.083.951.979)	(1.069.940.583)	(1.155.692.348)	(1.567.306.582)	(1.825.489.906)
UTILIDAD EN INGRESOS OPERACIONALES	260.268.772	252.933.792	273.350.158	347.392.654	417.893.623
GASTOS DE ADMINISTRACION	137.257.844	128.893.992	142.444.561	161.781.418	183.862.548
GASTOS DE VENTAS	35.814.500	39.720.343	49.110.793	63.276.520	111.672.360
	173.072.344	168.614.335	191.555.354	225.057.938	295.534.908
UTILIDAD OPERACIONAL	87.196.428	84.319.457	81.794.804	122.334.716	122.358.715
OTROS INGRESOS	1.917.958	3.021.494	3.386.175	10.773.104	4.865.201
OTROS EGRESOS FINANCIEROS	(3.709.415)	(3.537.040)	(9.670.270)	(5.399.077)	(7.958.680)
OTROS EGRESOS EXTRAORDINARIOS	(7.031.891)	(6.366.791)	(6.025.153)	(9.397.466)	(12.695.621)
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO	78.373.080	77.437.120	69.485.556	118.311.277	106.569.615
IMPUESTOS DE RENTA	(28.330.000)	(27.754.000)	(26.393.000)	(36.225.000)	(40.602.000)
UTILIDAD NETA	50.043.080	49.683.120	43.092.556	82.086.277	65.967.615

Tabla 3. Flujo de Caja Proadhesivos S.A.S. Período 2007 – 2011. Pesos Colombianos

PRODUCTOS ADHESIVOS LTDA " PROADHESIVOS LTDA "					
ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO					
AÑOS	2007	2008	2009	2010	2011
1 ACTIVIDADES DE OPERACIÓN					
UTILIDAD (PERDIDA) DEL PERIODO	51.088.508	49.683.120	43.092.556	82.086.277	65.967.615
PARTIDAS QUE NO AFECTAN EL EFECTIVO					
DEPRECIACIONES	12.285.181	14.293.902	11.920.644	11.920.644	24.902.208
EFECTIVO GENERADO EN OPERACIÓN	63.373.689	63.977.022	55.013.200	94.006.921	90.869.823
CAMBIOS EN PARTIDAS OPERACIONALES					
- AUMENTO EN CTAS POR COBRAR CLIENTES	3.608.679	29.188.117	65.495.942	65.495.942	(7.163.727)
- AUMENTO EN CTAS POR COBRAR TRABAJADORES	172.257	88.666	0	0	(1.368.000)
- AUMENTO EN CTAS POR COBRA SOCIOS	-8.723.000	-6.199.050	-1.685.741	-1.685.741	1.433.239
- AUMENTO EN OTRAS CUENTAS POR COBRAR	55.006.709	4.105.284	46.280.432	46.280.432	592.945
- AUMENTO EN ANTICIPO IMPUESTOS	-2.283.550	705.316	3.254.369	3.254.369	(252.985)
- AUMENTO EN INVENTARIOS	-39.331.816	16.447.141	14.611.701	14.611.701	(34.966.449)
- AUMENTO EN DIFERIDOS	-87.697	-313.817	-1.305.416	-1.305.416	(428.946)
+ AUMENTO EN CTAS PROVEEDORES	43.956.581	-29.267.588	-6.632.694	-6.632.694	38.857.425
+ AUMENTO EN OBLIGACIONES LABORALES	915.353	-736.817	-361.478	-361.478	3.494.990
+ AUMENTO EN OBLIGAC. BANCARIAS	-3.655.046	-7.000.000	0	0	3.915.000
+ AUMENTO EN OBLIGAC. CON PARTICULARES	-65.174.054	-27.320.500	54.636.116	54.636.116	428.946
+AUMENTO EN GASTOS POR PAGAR	-652.701	1.144.951	-1.413.205	-1.413.205	6.728.643
+AUMENTO APORTES Y RETENCIONES POR PAGAR	1.044.523	-461.883	-940.382	-940.382	405.975
+ AUMENTO EN IMPUESTOS POR PAGAR	-19.072.195	7.398.183	1.593.000	1.593.000	(4.075.277)
+ AUMENTO EN ANTICIPO RECIBIDOS	700.000	0	1.385.000	1.385.000	245.019
FLUJO DE EFECTIVO NETO POR ACTIVIDADES DE OPERACIÓN	29.797.732	51.755.025	229.930.844	268.924.565	7.846.798
2. ACTIVIDADES DE FINANCIACION					
OBLIGACIONES BANCARIAS	0	0	0	0	95.764.278
OBLIGACIONES CON SOCIOS	0	0	0	0	27.400.000
TOTAL ACTIVIDADES DE FINANCIACION	0	0	0	0	123.164.278
3. ACTIVIDADES DE INVERSION					
COMPRA DE VEHÍCULOS Y MOTOCICLETAS	-31.500.000				(2.290.040)
SALDO COMPRA BODEGA			-150.000.000	-150.000.000	(120.000.000)
INVERSIONES TEMPORALES			-3.300.000	-3.300.000	(3.300.000)
COMPRA MUEBLES Y ENSERES		-1.730.864	-1.827.240	-1.827.240	(7.267.616)
COMPRA EQUIPO COMPUTO	-1.721.340		-2.770.000	-2.770.000	(700.000)
REDENCIÓN DE INVERSIONES	-600.000	1.698.000			
ANTICIPO COMPRA BODEGA		-50.000.000			
TOTAL ACTIVIDADES DE INVERSION	-33.821.340	-50.032.864	-157.897.240	-157.897.240	(133.557.656)
DISMINUCION EN EFECTIVO	-4.023.608	1.722.161	72.033.604	111.027.325	
SALDO AL INICIO DEL PERIODO	30.119.298	26.095.690	27.817.851	99.851.455	
EFECTIVO AL FINAL DE PERIODO	26.095.690	27.817.851	99.851.455	210.878.780	153.202.029

Estructura Financiera de las empresas del sector:

Unidad: Millones de Pesos LA OFICINA IMPRESUMINISTROS LIMITADA	
2011	
Ingresos Operacionales	5,874
Costo de ventas	5,139
Utilidad Bruta	735
Gastos de Administración	48
Gastos de Ventas	400
Utilidad operacional	287
Ingresos No Operacionales	131
Gastos No Operacionales	9
Utilidad Antes de Impuestos	409
Impuesto de Renta	183
Utilidad Neta	226
Clientes	1,714
Inventario	352
Activo Corriente	2,671
TOTAL ACTIVO	2,975
Proveedores	186
Obligaciones Financieras	-
Pasivo Corriente	1,232
TOTAL PASIVO	1,232
TOTAL PATRIMONIO	1,743

Unidad: Millones de Pesos ADH PAPELES ADHESIVOS SA	
2011	
Ingresos Operacionales	8,075
Costo de ventas	6,633
Utilidad Bruta	1,442
Gastos de Administración	607
Gastos de Ventas	446
Utilidad operacional	389
Ingresos No Operacionales	93
Gastos No Operacionales	363
Utilidad Antes de Impuestos	119
Impuesto de Renta	55
Utilidad Neta	64
Clientes	1,025
Inventario	623
Activo Corriente	2,190
TOTAL ACTIVO	2,376
Proveedores	1,336
Obligaciones Financieras	520
Pasivo Corriente	1,952
TOTAL PASIVO	1,982
TOTAL PATRIMONIO	394

Unidad: Millones de Pesos ALPAPEL LTDA	
2011	
Ingresos Operacionales	8,431
Costo de ventas	6,949
Utilidad Bruta	1,482
Gastos de Administración	572
Gastos de Ventas	596
Utilidad operacional	314
Ingresos No Operacionales	9
Gastos No Operacionales	231
Utilidad Antes de Impuestos	92
Impuesto de Renta	7
Utilidad Neta	85
Clientes	1,798
Inventario	592
Activo Corriente	3,347
TOTAL ACTIVO	4,689
Proveedores	1,451
Obligaciones Financieras	1,202
Pasivo Corriente	2,116
TOTAL PASIVO	1,982
TOTAL PATRIMONIO	1,864