



Pontificia Universidad Javeriana

Taller de Grado

Valoración de una pyme familiar del sector avícola colombiano,
contemplando los efectos del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos

Martha Liliana Castellanos Contreras

Junio de 2014

Administración de Empresas

Bogotá D.C.

Contaduría Pública, 2014

Taller de Grado

Valoración de una pyme familiar del sector avícola colombiano,
contemplando los efectos del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos

Martha Liliana Castellanos Contreras

Administración de Empresas

Pontificia Universidad Javeriana

Bogotá D.C.

CONTENIDO

INTRODUCCIÓN.....	10
1 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	12
2 JUSTIFICACIÓN.....	14
3 OBJETIVO GENERAL	15
3.1 Objetivos específicos	16
4 MARCO TEÓRICO.....	16
4.1 Modelos de valoración.....	16
4.2 Ventajas de usar el Descuento de Flujos de Efectivo	19
4.2.1 Tasa de descuento.....	20
4.2.2 Costo de capital (Ke).....	21
4.3 Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos	24
5 METODOLOGÍA	26
6 RESTRICCIONES	28
CAPÍTULO I. ANÁLISIS ESTRATÉGICO DEL NEGOCIO 29	
7.1 Contexto global del sector avícola.....	29
7.2 Avicultura en Colombia.....	31
7.2.1 Materias primas.	32
7.2.2 Costos del proceso de producción.	33
7.2.3 Consumo per cápita.	33
7.2.4 Indicadores productivos.....	34
7.2.5 Exportaciones e importaciones.....	34
7.2.6 Otras empresas del sector.	34
7.3 Análisis DOFA del TLC con Estados Unidos	36
8 ANÁLISIS HISTÓRICO Y ESTRATÉGICO DE LA EMPRESA	40
8.1 Historia de OCASO S en C.....	40
8.2 Análisis financiero actual (anexos 15, 16, 17, 18).....	42
8.3 Ponderación del riesgo del negocio	45

8.3.1	Riesgos de mercado.....	45
8.3.2	Riesgos de crédito.....	47
8.4	Análisis DOFA de la empresa	49
CAPÍTULO II. VALORACIÓN DE LA EMPRESA		50
9	DETERMINACIÓN DEL COSTE DE CAPITAL.....	50
10	PROYECCIONES DE LOS FLUJOS FUTUROS.....	54
10.1	Escenario 1: Proyección sin contemplar los efectos del TLC con Estados Unidos	54
10.2	Escenario 2: Proyección contemplando los efectos del TLC con Estados Unidos	56
10.2.1	Escenario optimista.	56
10.2.2	Escenario conservador	57
10.2.3	Escenario pesimista	58
10.2.4	Resultados.....	59
CAPÍTULO III. CONCLUSIONES		60
11	CONCLUSIONES.....	60
11.1	Interpretación de los resultados	61
11.2	Recomendaciones	62
REFERENCIAS		64
ANEXOS		68

INTRODUCCIÓN

En las actuales condiciones de los negocios y la alta movilidad de capital de inversión, los modelos de valoración de negocios se han extendido no solo en cobertura geográfica sino también en los diferentes usos que se les pueden dar. No solo se trata de modelos válidos para determinar el valor máximo de compra y valor mínimo de venta de una organización sino también fundamentalmente de reconocer variables financieras que afectan directamente la gestión de las empresas.

Por lo anterior, y como parte del proceso de valoración de una empresa familiar pyme del sector avícola colombiano, se hace necesario el ajuste de algunas variables de los modelos financieros que reflejen los múltiples factores de riesgo y la situación socioeconómica y política colombiana y de la organización a valorar, así como el impacto del Tratado de Libre Comercio (TLC) firmado con Estados Unidos. De esta manera, el presente trabajo podrá servir como referente para otras pymes y empresas familiares que se encuentren en circunstancias similares.

Lo anterior supone un cambio de enfoque administrativo y financiero para las compañías del sector avícola, particularmente las pymes, ya que se hace necesario implementar modelos que permitan soportar la toma de decisiones estratégicas para hacer frente al reto que demanda la entrada del TLC en términos de rentabilidad económica y viabilidad financiera y nos permita responder a la pregunta hipótesis ¿La entrada en vigencia del Tratado de Libre Comercio genera un impacto negativo en el valor de una pyme del sector avícola colombiano?

Para valorar una pyme del sector avícola colombiano, teniendo en cuenta las nuevas condiciones del mercado, generadas por la entrada en vigencia del TLC, se debe identificar las variables externas e internas sobre las cuales la empresa debe actuar para fortalecer su estructura financiera, se debe conocer qué modificaciones se han llevado a cabo para ajustar el modelo elegido a países con economías emergentes y para pymes, estudiar el impacto del TLC con Estados Unidos para reconocer las variables a proyectar y además definir las

fortalezas, debilidades, amenazas y oportunidades para la empresa. Y, por último, formular recomendaciones desde las variables financieras para el mejor funcionamiento de la organización ante las nuevas condiciones de mercado.

Aquí es conveniente resaltar que este trabajo de grado, que se desarrolló durante el 2012, se convierte en el inicio y la base para la formulación de próximos proyectos y estrategias para asegurar el crecimiento sostenible de la organización objeto de estudio ante la llegada del TLC.

1 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

Los métodos de valoración presentados hasta el momento son necesarios para un proyecto nuevo o para una empresa en marcha, porque además de conocer el valor presente neto de la inversión, también permite identificar el impacto de las variables externas e internas en el comportamiento de la organización. En el caso de una empresa en marcha, la valoración es vital para la identificación de los impulsores de valor; de las decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa; y la planificación estratégica (Fernández, 2005).

En el caso de una empresa en marcha, la valoración es vital para la identificación de las fuentes de creación y destrucción de valor, que permiten soportar la toma de decisiones en cuanto a la selección de productos a ofrecer, clientes a potencializar, líneas de negocio, segmentos y posición geográfica en las cuales operar; además de anticipar el impacto de las posibles políticas corporativas como un paso previo a la evaluación de la estrategia de seguir en el negocio, vender, fusionarse, crecer, mantenerse o comprar otras empresas (Johnson y Scholes, 1993).

Los modelos financieros han sido particularmente elaborados desde universidades y escuelas de negocios anglosajones y han supuesto un aporte trascendente al estudio de la empresa como unidad económica, constituyendo bases para proyectos de investigación, consultoría y que, en definitiva, merecen la más alta consideración. Sin embargo, muchas de estas ideas están sustentadas en el estudio de economías desarrolladas que viven en una realidad socioeconómica y política diferentes a la que se puede observar en países emergentes como Colombia. Estas diferencias se pueden ver representadas por la volatilidad de la moneda, el tipo de cambio, la inflación, los niveles de deuda externa, la cantidad y la confiabilidad de la información disponible, el desarrollo de los mercados y el gobierno corporativo, entre otros. Lo que repercute en una capa de riesgo que puede causar cambios repetitivos y significativos en el rumbo de una empresa en economías emergentes (Damodaran, 2009).

Cuando se analiza la procedencia de las empresas que forman parte de la economía colombiana, se observa que una amplia mayoría son pymes o empresas familiares. Según la Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF, 2005), el 90% del parque empresarial son mipymes y contribuyen en la generación del 67,2% de empleo, participando con el 38,7% del PIB. Un estudio realizado por Fundes¹ en el 2003, encontró que la mitad de las personas que gestionan la pyme en Colombia, son propietarios de la empresa. El gerente o dueño es una persona que tiene un excelente conocimiento de su oficio, de allí surge la idea de crear su empresa y al frente de esta se dedica a la administración; sin embargo, en la mayoría de los casos sus habilidades de gestión pueden limitarse a un conocimiento empírico que soporta sus decisiones en la intuición y experiencia.

Por lo anterior, y como parte del proceso de valoración, se hace necesario el ajuste de algunas variables de los modelos financieros que reflejen los múltiples factores de riesgo y la situación socioeconómica y política colombiana, y de la organización a valorar, así como el impacto del TLC firmado con Estados Unidos.

Este es el caso de una empresa familiar, cuya actividad económica es la producción avícola. El propietario, quien es el gerente de la empresa, al culminar sus estudios universitarios como zootecnista ingresó al sector Avícola como profesional desempeñando el cargo de Asesor Técnico de producción durante aproximadamente diez años, en los cuales tuvo la oportunidad de pasar por tres importantes empresas del gremio, donde adquirió una amplia experiencia y conocimientos.

En 1999 decidió iniciar su propio negocio, teniendo como base un capital de recursos propios, tomando algunas granjas en arriendo. La empresa inicio con 9000 pollos al mes, debido a la buena aceptación en el mercado por la calidad de su producto, le permitió crecer rápidamente y en dos años aumentó la producción gradualmente hasta llegar a 40.000 pollos al mes. En el 2005, el gerente tomó la decisión de adquirir equipo de transporte, oficinas y algunos predios para la construcción de granjas, al día de hoy cuenta con tres

¹ Fundes promueve e impulsa el desarrollo competitivo de las micro, pequeña y mediana empresa en América Latina (mipyme).

granjas propias y tres en arriendo equipadas con tecnología de punta, cumpliendo con los requisitos sanitarios y de bioseguridad exigidas por el Instituto Colombiano Agropecuario (ICA). Actualmente la capacidad de producción es de 100.000 pollos al mes.

El crecimiento de esta organización ha transcurrido en medio de diferentes circunstancias adversas como han sido enfermedades epidemiológicas, situaciones de mercado difíciles por la oferta y demanda, volatilidad en el precio de los insumos y competencia desleal. A pesar de ello, la compañía ha cumplido con el objetivo de permanecer en el mercado y garantizar el crecimiento sostenido gracias a la visión del gerente y al aporte del recurso humano comprometido con la calidad y el servicio.

Los cambios generados después de cerrada la negociación del TLC con Estados Unidos ha generado una preocupación extra en el sector avícola, ya que supone un ajuste al aparato productivo que viene de la mano de mayores inversiones por la necesidad de modernizar el proceso de producción y comercialización con un enfoque progresivo hacia el valor agregado. (Federación Nacional de Avicultores de Colombia, 2012).

Lo anterior supone un cambio de enfoque administrativo y financiero para las compañías del sector avícola, particularmente las pymes, ya que se hace necesario implementar modelos que permitan soportar la toma de decisiones estratégicas que permitan hacer frente al reto que demanda la entrada del TLC en términos de rentabilidad económica y viabilidad financiera y nos permitan responder: ¿cuál es el valor de la compañía, considerando el impacto que va a generar la entrada en vigencia del TLC?

2 JUSTIFICACIÓN

Por falta de una adecuada gestión financiera se desconocen medidas que ayudarían a la empresa a mejorar su desempeño, en todo caso, la valoración de la empresa permite disminuir el grado de incertidumbre de la administración en cuanto a los recursos y competencias de la organización para enfrentar cambios producto de nuevas estrategias. Autores como Damodaran, Cayón y Sarmiento, Alfonso Rojo, Edison Caicedo, Godfrey y Espinosa, entre otros, han desarrollado modelos que se aproximan a las características de

los países emergentes y pueden ser aplicados en el caso particular de las pymes del Sector Avícola colombiano.

Es notorio el papel que desempeñan las pymes al aportar, de manera relevante, al crecimiento económico de los países por su potencial de generación de empleo al constituir el 90% del parque empresarial colombiano, es por ello que los empresarios deben adaptar su modelo administrativo y de gestión actual que hasta cierto punto fue acertado, a los cambios exigidos por el crecimiento de la misma organización y a los requerimientos de la economía nacional e internacional, los cuales demandan mayor profundidad en términos financieros.

De otro lado, en un estudio elaborado por la Superintendencia de Sociedades en el 2001, se realizó una muestra de 600 empresas de familia en Colombia, cuyo resultado arrojó que el 33,9% de estas estaban aún en poder del fundador, es decir no han afrontado un proceso de sucesión; el 29,7% está en poder de los hijos, o sea, en la segunda generación; y solamente el 3.4% está en manos de la tercera generación. (Vélez Montes *et al.*, 2008). Esto hace pensar que la gran mayoría de empresas familiares en Colombia pueden estar en una etapa del proceso de sucesión, entre la 1ª y la 2ª generación, lo cual implica un momento riesgoso para su continuidad si no se toman las medidas necesarias para su preparación, y una de las medidas de preparación es adquirir el conocimiento financiero de la organización.

Conviene resaltar que las herramientas de valoración de empresas no son nuevas. Sin embargo, la destreza en su uso es una de las habilidades que más se valora en las firmas hoy en día (Vélez Pareja, 2006). De esta manera este trabajo podrá servir como referencia para otras pymes y empresas familiares que se encuentren en circunstancias similares a la empresa objeto de estudio.

3 OBJETIVO GENERAL

Valorar una pyme del sector avícola colombiano, teniendo en cuenta las nuevas condiciones del mercado, generadas por la entrada en vigencia del TLC y de esta manera

identificar las variables externas e internas, sobre las cuales la empresa debe actuar para fortalecer su estructura financiera.

3.1 Objetivos específicos

- Identificar el/los modelo(s) de valoración más adecuados para el caso específico de estudio.
- Conocer qué modificaciones se han llevado a cabo para ajustar el modelo elegido a países con economías emergentes y para pymes.
- Estudiar el impacto del TLC con Estados Unidos para reconocer las variables a proyectar y, además, definir las fortalezas, debilidades, amenazas y oportunidades para la empresa.
- Formular estrategias y recomendaciones desde las variables financieras, para el mejor funcionamiento de la organización, ante las nuevas condiciones de mercado.

4 MARCO TEÓRICO

4.1 Modelos de valoración

A través de un estudio, en el que se revisaron distintos autores como Pablo Fernández, Ignacio Vélez, Julio Sarmiento y Edgardo Cayón, se puede concluir que los principales modelos de valoración de empresas están divididos en dos grupos. El primero de ellos es el que contiene los métodos contables y el segundo son los basados en la rentabilidad futura (cuadro 1).

Cuadro 1. Métodos de valoración

PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN	
CONTABLES	RENTABILIDAD FUTURA
<p>BALANCE GENERAL</p> <ul style="list-style-type: none"> Valor contable Valor contable ajustado Valor de liquidación Valor de Reposición 	<p>VALOR DE MERCADO</p> <p>OPCIONES REALES</p> <p>FLUJO DE CAJA DESCONTADOS</p>
<p>MÚLTIPLOS</p> <ul style="list-style-type: none"> Basados en la capitalización Basados en el valor de la empresa Relativos al crecimiento 	

Fuente: elaboración propia.

Los modelos contables incluyen métodos apoyados en el balance general y los múltiplos. Dentro de los modelos del balance general, se encuentran:

- El valor contable o valor en libros; considera el valor de la empresa desde una perspectiva estática, basado en sus estados financieros.
- El valor contable ajustado al valor de mercado; este incorpora algunas modificaciones y eliminaciones de distorsiones contables, ajustando las partidas de los estados financieros a su valor de realización.
- Valor de liquidación que representa el valor mínimo de la empresa ya que hace el supuesto de que no continuará.
- Valor substancial o de reposición, que representa el valor de la inversión que debería efectuarse para constituir una empresa en idénticas condiciones.

Los inconvenientes que presentan estos modelos consiste en que reflejan cifras estáticas o históricas, no manifiestan la capacidad de la firma de producir riqueza en el futuro, ni la experiencia de la firma. Tampoco contempla la generación de valor futuro de la compañía, la situación del sector, ni el valor del dinero en el tiempo.

Los modelos contables, soportados por los múltiplos, calculan el valor de la firma por medio de un factor de una partida específica del balance o estado de resultados, por ejemplo, el valor de la compañía equivale al número de veces su EBITDA, o al número de veces el valor de las ventas, utilidades operativas y activos, etc. Aunque los múltiplos tienen mucha dispersión, estos son útiles en una segunda fase de la valoración. Porque a través de una comparación con los múltiplos de empresas similares,² se permite calibrar la valoración realizada e identificar diferencias entre la empresa valorada y empresas comparables en la industria.

El segundo grupo está conformado por los modelos de valoración de empresas basados en la rentabilidad futura.

Estos métodos consideran la capacidad de la firma de generar beneficios para producir valor en el futuro. Dentro de estos métodos se destacan el valor en bolsa, el flujo de caja descontado y las opciones reales.

- El valor en bolsa tiene limitaciones, puesto que en Colombia y en muchos países emergentes el mercado bursátil no solo es muy reducido sino muy imperfecto, esto implica que los precios de las acciones no son el resultado de una oferta y demanda libre.
- El método de opciones reales se refiere a valorar la compañía como una opción de inversión, considerando posibles escenarios y comportamiento de variables. Este modelo se aplica principalmente en la evaluación de proyectos y situaciones específicas.
- Y, finalmente, el descuento de flujos de efectivo se ha considerado un método de valoración conceptualmente correcto porque evalúa la capacidad de la empresa de

² Similares en cuanto a la estructura de capital, el sector en el que se desenvuelven, localización geográfica, tamaño de la organización.

generar valor en el futuro, dependiendo de variables internas de la compañía y variables del comportamiento del sector. Este modelo resulta conveniente para considerar el papel que desempeñará el TLC con Estados Unidos.

- El modelo de valoración, a través del descuento de flujos de efectivo y en particular el flujo de caja libre (Free Cash Flow), consiste en proyectar flujos futuros de caja, y traerlos a valor presente a la tasa del costo promedio ponderado de capital (WACC por sus siglas en inglés Weighted Average Cost of Capital), la cual incorpora las distintas fuentes de financiación de la compañía tales como deuda, capital y acciones preferentes.

Al proyectar los flujos de caja, se requiere hacer una evaluación de la posición y el desempeño financiero esperado de una entidad, identificar gradientes de crecimiento y comportamiento de ciertas variables que pueden afectar los flujos de efectivo durante los próximos años, para lo cual es necesario entender el contexto y el mercado en el cual se desenvuelve la compañía y, para nuestro caso, las condiciones en que influirá el TLC.

Así, el valor que tiene una empresa para el accionista, es el correspondiente al valor presente de los flujos de efectivo que la empresa vaya a proporcionarle a cambio de su aporte.

4.2 Ventajas de usar el descuento de flujos de efectivo

Las siguientes son algunas de las ventajas de la utilización del descuento de flujos de efectivo:

- El valor de la empresa es el resultado de los recursos generados expresados en valores presentes.
- Incorpora el concepto de riesgo.
- Contempla el valor temporal del dinero.

- Considera las inversiones requeridas para la generación de recursos.
- Es independiente de los criterios utilizados para la elaboración de información contable, evitando, de este modo, la falta de homogeneidad de esta y permite desarrollar el flujo de tesorería para mirar la liquidez de la compañía (Mazón, Olsina y Aguilá, 2003).

4.2.1 Tasa de descuento

Como se mencionó anteriormente el WACC es la tasa a la que se deben descontar los flujos futuros de efectivo. Esta está compuesta por el costo de capital de la empresa (K_e), el costo de la deuda financiera (K_d), el porcentaje de participación que tienen los accionistas (W_e) y el porcentaje de la empresa que pertenece a terceros (W_d).³ El WACC debe adaptarse según las condiciones del mercado en que se desenvuelve la organización.

El W_e se refiere a la relación entre el patrimonio y el total activo; por su parte, W_d es la relación entre el pasivo total de la compañía sobre el total activo, esta información se extrae de los estados financieros de cada periodo. El costo de capital (K_e) es la tasa de rendimiento sobre los fondos que los propietarios o accionistas proporcionan a la compañía, es la tasa de rendimiento mínima requerida por quienes invierten en la compañía. K_d refleja el costo por el servicio de la deuda, asociado al pago del capital y los intereses, así como otros costos asociados a su liquidación.

El costo de capital (K_e) es la variable que realmente define el ajuste en la tasa de descuento del modelo de flujos de caja libre, para acoger las características del sector y de la empresa a valorar en consideración a la evaluación de riesgo sistemático, ya que las otras variables dependen exclusivamente de cada empresa. El ajuste al costo de capital (K_e) debe incorporar las características de las empresas pequeñas en mercados emergentes; de igual manera, es necesario considerar el impacto del TLC con Estados Unidos, puesto que este

³ No se consideran las acciones preferentes por su aplicación a la compañía objeto de estudio.

afectará muchas de las variables que rigen al mercado y, por ende, a la empresa objeto de estudio.

4.2.2 Costo de capital (K_e)

El modelo tradicional para encontrar el costo de capital, es el CAPM (Capital Assets Pricing Model), modelo predominante para calcular el riesgo asociado a un activo o acción. El CAPM se utiliza para hacer un cálculo puntual de una rentabilidad futura. Este se define como la tasa libre de riesgo más la prima de riesgo.

La prima de riesgo del mercado es la que se debe utilizar para calcular la rentabilidad exigida a las acciones. La prima de riesgo de una acción es igual al coeficiente Beta de la acción (medida de sensibilidad de la rentabilidad de la acción en relación con la rentabilidad del mercado) multiplicado por el riesgo del mercado (Vélez Pareja, 2005).

Para un mercado en desarrollo, muchos de los supuestos del CAPM no son válidos: Vélez asegura que el CAPM no es válido en el contexto de las firmas que no transan en bolsa, por la falta de información y acceso a alternativas de financiación; además, los títulos libres de riesgo en Colombia presentan volatilidades muy altas; que no permiten calcular betas para la mayoría de los sectores en el mercado local y los que se calculan no tienen validez estadística. Adicional a ello, la prima de riesgo del mercado local no se puede recoger de una manera razonable a partir del índice del mercado local (Sarmiento Sabogal y Cayón Fallon, 2005). A lo que distintos autores, como Damodaran, Godfrey, Espinoza, Vélez, Rojo, Cayón y Sarmiento, entre otros, han presentado más de una solución para su adaptación.

Vélez (2005) presenta el cálculo del K_e ajustándolo a un riesgo sistemático comparable. Es decir, buscar una empresa similar y que sí cotice sus acciones en el mercado bursátil, a la cual se le pueda estimar el Beta; esto implicaría asumir que el riesgo operacional de esa empresa comparable es similar al de la empresa caso de estudio, este

riesgo sería el Beta Proxy. Más adelante sería necesario ajustar el Beta Proxy para los niveles de endeudamiento y el riesgo financiero que varía para cada empresa. Pero en el sector avícola, la única empresa que cotiza en bolsa es MacPollo, y esta empresa no es similar a la empresa en cuestión. Considerando que MacPollo posee aproximadamente ciento setenta y cinco mil millones de pesos en el activo para el 2008,⁴ y para que sea considerada como pyme, según la Ley 905 de 2004 no debe tener activos totales superiores a 1500 salarios mínimos legales vigentes. Por lo que se deduce que este modelo no puede ser aplicado en este trabajo.

De acuerdo con la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA) (Alonso Canadas y Rojo Ramírez, s. f.), el costo de capital también puede ser ajustado teniendo en cuenta que el Beta será el resultado de la desviación típica de la rentabilidad financiera de la empresa objeto de estudio, sobre la desviación típica de la rentabilidad del sector. Así el costo de capital será la tasa libre de riesgo más la prima de riesgo del mercado, multiplicado por uno más el Beta. Conviene distinguir que el modelo propuesto por AECA, solo ha sido experimentado por Rojo Ramírez,⁵ y carece de soporte empírico que sustente su comportamiento en la práctica.

Dentro de este marco, ha de considerarse el aporte de Sarmiento Sabogal y Cayón Fallon (2005), en el cual argumentan que la tasa libre de riesgo de Estados Unidos se puede usar como proxy de rentabilidad libre de riesgo para otra economía por las siguientes razones; los precios de los títulos de Estados Unidos son más constantes y, por ende, tienen menos variabilidad en el rendimiento; existe una correlación alta entre la tasa libre de riesgo de Estados Unidos y Colombia, y la tasa de tesoro de Estados Unidos, es la tasa de referencia a nivel internacional; de hecho es usada como referencia para calcular los *spreads* de los demás países.

⁴ Información extraída de www.portafolio.com, informe del 02 de febrero de 2012, de <http://www.portafolio.co/empresassectores/empresas/home/empresa.php?ide=3887649>

⁵ Alfonso A. Rojo Ramírez, catedrático de la Universidad de Almería-España. Licenciado en Administración y Dirección de Empresas. Máster en Contabilidad y Finanzas Corporativas. Doctorado en Gestión Empresarial y Economía.

En cuanto a Godfrey y Espinosa (1996), plantean que el Beta ajustado es equivalente a la volatilidad del mercado foráneo, sobre la volatilidad del mercado en los Estados Unidos, en otros términos, el coeficiente de la desviación estándar de los rendimientos del índice IGBC de la Bolsa de Valores y de la desviación estándar del índice S&P 500 de Estados Unidos. Lugo este Beta ajustado se multiplica por la prima de mercado, sumándolo a la tasa libre de riesgo y el *spread*.

Mientras que Damodaran plantea que el costo de capital debe ser la tasa libre de riesgo más el Beta Apalancado, multiplicado por el *spread*, y a eso se le suma la prima de Riesgo País.

El Riesgo País se puede definir como toda la incertidumbre generada por la voluntad y la capacidad de una entidad extranjera de respetar todos sus compromisos financieros y legales en la fecha contractual. Del cual se pueden destacar cinco componentes esenciales: el riesgo económico, el político, el riesgo financiero, riesgo regional y riesgo de crisis sistemática global (Henry Bouchet, Sarmiento y Lumbreras, 2007).

Ahora bien, para el Beta, se tienen principalmente tres opciones: el Beta Contable, el Beta estimado por Damodaran, Edison Caicedo o Cayón y Sarmiento, y el Beta Proxy. El Beta Contable es el coeficiente entre el crecimiento del ROE de la firma y el ROE del mercado, o lo que Caicedo resume en $-1,466$, más $0,144$ multiplicado por el promedio logarítmico natural de los activos totales (Caicedo Cerezo, 2006). Se puede encontrar los betas apalancados y betas no apalancados según sectores en Colombia (2001-2004) a precios corrientes y constantes, basándose en las ecuaciones de estimación de betas contables en Caicedo Cerezo (2005).

Por otra parte, el Beta para mercados emergentes que ofrece Damodaran se encuentra En su página online, en la opción *update data*, mientras que el Beta ofrecido por Sarmiento y Cayón (2005) se encuentra disponible en <http://www.javeriana.edu.co/decisiones/Julio/JulioSarmiento.pdf>

El problema de estos betas es que no son recientes. En promedio, el Beta más reciente que se tiene es de 2005. Damodaran ha calculado el riesgo sistemático para el sector avícola en el 2011, pero ha sido de países que no pertenecen a América y además resultó negativo.

Por otro lado, el Beta Proxy, como ya se mencionó, consiste en buscar una empresa similar que cotice en la bolsa y a la cual se le pueda estimar su Beta, lo que implicaría asumir que el riesgo operacional de esa empresa es similar al riesgo operacional de la empresa caso estudio. Entonces el Beta Apalancado para la empresa objeto es el Beta Desapalancado de la empresa comparada por uno más, el porcentaje de deuda total que es multiplicado por el impuesto de renta más uno (Parisi.Net.Com, 2004).

4.3 Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos

En los tiempos modernos, el modelo económico ha sido el neoliberal, que en otros términos es el libre mercado y la reducción de la intervención del Estado. Con la ronda de Doha, convocada por la Organización Mundial del Comercio y reunida por primera vez en esta ciudad, en noviembre de 2001, se pactó la Declaración de Doha, por parte de los representantes de los 146 países miembros, de los cuales se resalta Colombia. Esta ronda de negociaciones comerciales tiene por objeto lograr una importante reforma del sistema de comercio internacional mediante el establecimiento de medidas encaminadas a lograr: mejoras sustanciales del acceso a los mercados; reducciones de todas las formas de subvenciones a la exportación, con miras a su remoción progresiva; y reducciones sustanciales de la ayuda interna causante de distorsión del comercio (Organización Mundial del Comercio, s. f.).

De ahí que se hayan celebrado acuerdos bilaterales (llamados también tratados de libre comercio). Por ejemplo, se abrió paso a la Ley Andina de Preferencias Arancelarias y Erradicación de la Droga (ATPDA, por su sigla en inglés) entre Colombia y Estados Unidos, en la cual existía una porción de la producción colombiana exportable dentro de la

que cabe subrayar, las flores y el vestuario, entre otros rubros, como gesto compensatorio por la lucha contra el cultivo, procesamiento y tráfico de drogas de uso ilícito.

Con el paso del tiempo, el objeto de facilitar el crecimiento del comercio, en cada instancia de las dos países comprometidos, se convirtió en argumento de considerable significación para Colombia, de tener de manera permanente las preferencias transitorias otorgadas por Estados Unidos con el ATPDA, el cual se expediría a finales de 2006, pero que continuó mediante prórrogas concedidas desde el 2007, hasta que finalmente fue aprobado por el congreso norteamericano en el 2011 (Cano Sanz, 2012).

El proceso de negociación del tratado con Estados Unidos arrancó formalmente el 18 de mayo de 2004 en Cartagena; Después de 21 meses, 15 rondas y 100 reuniones entre las partes, el 27 de febrero de 2006 se finiquitó el TLC entre Colombia y Estados Unidos, y el 13 de octubre de 2011, el congreso estadounidense lo aprobó. El presidente Obama firmó los TLC con Colombia, Corea del Sur y Panamá el 21 de octubre de ese mismo año.

A mediados de abril de 2012 estaban aprobadas dos leyes que dejan el camino despejado para la entrada en vigencia del TLC entre Colombia y Estados Unidos (Portafolio.co, 2012).

Algunos logros obtenidos en las negociaciones, en cuanto a lo que respecta para este trabajo, fueron:

Los cuartos traseros de pollo son considerados como uno de los productos de mayor sensibilidad; en consecuencia, Colombia logró obtener flexibilidades que reflejan uno de los mayores niveles de protección dentro del TLC; se incluyó una cláusula de revisión de todo el esquema al noveno año de implementación del acuerdo, se podrá revisar los verdaderos efectos del esquema y asumir las correcciones necesarias.

Para los pollos que pesen igual o superen los 2000 gr, la tasa arancelaria será del 10%. Mientras que para exportar pollo de estas características, la tasa son 2 centavos por kg.

La cantidad máxima que puede entrar al país para el primer año de vigencia del TLC son 27,04 toneladas de cuartos traseros, con libre arancel. Para las cantidades acumuladas en exceso se debe pagar el 164,4% de arancel.

Se otorga un beneficio de 18 años para que la industria colombiana se prepare, puesto que una vez cumplido este plazo, se importará a Colombia, cantidades ilimitadas con libre arancel (Ministerio de Comercio, Industria y Turismo de la República de Colombia, s. f.).

Finalmente, se propuso una fórmula de salvamento para mantener precios iguales, similares o equivalentes al sistema de franjas; derechos antidumping automáticos, derechos compensatorios, aranceles específicos; contingentes arancelarios y cláusulas de salvaguardia especial.

En lo que todos están de acuerdo es que la condición de infraestructura del país está por debajo de los estándares latinoamericanos, y esto no permite un óptimo aprovechamiento del tratado. De tal modo, para que las empresas puedan ser competitivas requeriría un esfuerzo adicional importante y sostenido para adecuarse y expedirse (Ferrari Quine, 2012).

5 METODOLOGÍA

Para resolver la pregunta de investigación, se tendrá una metodología mixta, ya que es indispensable contar con una investigación cualitativa y cuantitativa. El enfoque cualitativo se refiere al análisis del contexto en el que será realizada la valoración, para poder convertir los resultados de este análisis en variables que sirvan para el modelo de flujo de caja descontado. Para ejercer este modelo es necesario el enfoque cuantitativo, que me permite la recolección y análisis de datos a través de los conceptos aprendidos durante el trayecto de la carrera de Contaduría Pública. Además va a permitir predecir el comportamiento de ciertas variables.

Antes que nada es preciso hacer revisión bibliográfica acerca de la aplicación del modelo de valoración, por descuento de flujos de caja y los ajustes que se le han realizado

para su aplicación en un contexto dado. Para ello se buscarán artículos de carácter descriptivo, en páginas web y en libros de autores reconocidos en el área financiera, especialmente en valoración de empresas.

Desde una perspectiva cualitativa es necesario realizar una entrevista a profundidad, con el gerente de la empresa, para que esta información obtenida contribuya al análisis histórico y estratégico de la organización.

También se acudirá a fuentes como Proexport, Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural, Ministerio de Comercio Exterior, Federación Nacional de Avicultores (Fenavi), la Sociedad de Agricultores de Colombia (SAC), y otras entidades nacionales que han venido tratando el tema del impacto del TLC en la economía colombiana, particularmente, en el sector avícola, para desarrollar la recolección de la evidencia y el análisis de esta. Serán de utilidad artículos descargados por internet y revistas publicadas por algunas de estas entidades, que hablen no solo del impacto del TLC, sino de cualquier tema relacionado con el sector avícola colombiano, en los últimos diez años.

De igual manera, mediante una búsqueda se encontrarán casos de valoración de empresas, en países con condiciones similares a Colombia, en especial, países en los que el TLC con Estados Unidos ya se haya firmado, como por ejemplo México, Chile y países de Centroamérica. Esto con el fin de conocer la manera en la que ha afectado al sector, ya que este será el principal insumo para la determinación de las variables que influirán en el modelo aplicado.

Esta información recogida se empleará en el análisis estratégico y competitivo para conocer la evolución del sector, de la posición competitiva de la empresa y de la posición competitiva de los principales competidores, además de la identificación de la cadena de valor. La metodología cuantitativa responde al análisis financiero, las proyecciones y el cálculo de la tasa de descuento.

La recolección de información, tal como los estados financieros de la empresa objeto de estudio, valdrá para el análisis financiero para conocer la evolución de las cuentas de

resultados y balances, de los flujos generados por la empresa, de las inversiones realizadas hasta el momento, estado de financiación y ponderación del riesgo del negocio.

Adicionalmente en el momento de hacer las proyecciones de los flujos futuros, para calcular previsiones financieras, estratégicas y competitivas. Es necesario el uso de programas financieros, como Risk Simulator, que permite conocer la probabilidad de ocurrencia de ciertas variables, y la plataforma Bloomberg, que permite tomar datos más aproximados a la realidad.

Dentro de estas proyecciones se incluirán las variables que se determinaron con la metodología cualitativa. Para el cálculo del costo de capital se acudirá a documentos de análisis que realicen entidades, calificadoras, organismos y agremiaciones relacionados con la medición y control del riesgo sistemático, y del Riesgo País.

6 RESTRICCIONES

De ciertas variables exógenas, que son necesarias, para aplicar el modelo, no se tienen proyecciones. Así que se va a tener que proyectar con datos históricos y revisando la bibliografía, este es uno de los procedimientos que no se recomienda, puesto que, trabajar con datos históricos es asegurar supuestos que con poca probabilidad se cumplirán.

En economías emergentes se presentan algunas distorsiones en el mercado, las cuales pueden hacer muy difícil el cálculo del costo de patrimonio (o de capital). Estas distorsiones tienen que ver con la disponibilidad de coeficientes Beta de empresas que no cotizan en bolsa, de primas de riesgo de mercado negativas y del cálculo apropiado de la tasa libre de riesgo.

CAPÍTULO I. ANÁLISIS ESTRATÉGICO DEL NEGOCIO

7 ANÁLISIS HISTÓRICO Y ESTRATÉGICO DEL SECTOR AVICULTOR

7.1 Contexto global del sector avícola

Cuando nos referimos al sector avícola, es importante hacer la connotación de que a este pertenecen tres subsectores, los cuales son genética del pollo, incubación y producción. La genética se refiere al estudio e investigación para descubrir nuevas razas de pollo, cuyas características se vean reflejadas en la venta de pollos de un día de nacidos. Las empresas que se dedican a la producción de huevo tienen gallinas reproductoras con el propósito de extraer el huevo.

Los productores de pollo tienen dos fases: pollo en pie y pollo en canal. La venta de pollo en pie es llevada a cabo por avicultores que engordan el pollo durante 45 días y lo entregan vivo al cliente en la planta de sacrificio. El cliente que lo recibe hace parte de la fase de venta de pollo en canal, puesto que el pollo ya no está vivo y se vende entero o por presas. Cuando el producto pasa del productor a los intermediarios para llegar al consumidor final, se llama venta de pollo en canal. En lo que al caso estudio concierne, se enfocará en la producción de pollo, ya que la actividad económica de la empresa se limita a vender pollo en pie,⁶ más no en canal.⁷

Respecto a la producción de pollo a nivel mundial, Estados Unidos ocupa el primer puesto con el 20%, seguido de China con el 14%. Entre los 25 principales países productores se encuentran seis latinoamericanos: Brasil, México, Argentina, Colombia, Perú y Venezuela; representando el 21% del mercado de producción de pollo.⁸

Por el lado de las importaciones, el Reino Unido encabeza la lista con 11% de la cuota de mercado, aunque gran parte de dichas compras se reexporta a la Unión Europea.

⁶ Pollo en pie: producción de pollo, de un día de nacido hasta 45 días, se entrega en la planta de sacrificio.

⁷ Pollo en canal: se recibe en la planta de sacrificio y de allí se distribuye a otros intermediarios.

⁸ Según La FAO, cerca del 95% está concentrada en 25 países de los 170 registrados.

Japón y Alemania con 10,3% y 8,6%, respectivamente, están en la segunda y tercera posición.

Realizando un análisis comparativo entre las industrias avícolas de Argentina, Chile y Estados Unidos, se observa que en todas hay presencia de integración vertical, lo que ha permitido aumentar la eficiencia en la producción y ha fortalecido la obtención y comercialización de productos de calidad estandarizada. De las tres industrias, la chilena es la que presenta un nivel más alto de integración vertical. Chile es un país deficitario en maíz, razón por la cual importa, aproximadamente, el 50% de su consumo (Gobierno de Chile, 2007).

Los principales países proveedores de maíz para el mercado chileno son: Argentina, Brasil y Uruguay, que son parte del Mercosur, y Estados Unidos, país con el que Chile tiene suscrito un TLC. La desgravación arancelaria para las importaciones en el marco del tratado con el Mercosur y con el TLC con Estados Unidos fue finalizada en el 2006, a partir del cual las importaciones de maíz han ingresado al país con cero arancel. Además, los TLC firmados por Chile le permiten condiciones más favorables para la venta de productos finales respecto de las ventas de Argentina o Estados Unidos. Por ejemplo, a Europa los productos avícolas chilenos pueden ingresar utilizando una cuota libre de aranceles para lo cual los sistemas de producción chilenos se han debido adecuar a los estándares europeos que son los más exigentes.

En cambio, en Estados Unidos es frecuente la tercerización, ya que un 80% de las empresas sacrificadoras de pollo establecen contratos de producción en las etapas de reproducción, crianza y engorde, y solo el 20% restante presenta integración. Sin embargo, se observa que el 100% de las empresas elabora su propio alimento. Actualmente, Estados Unidos produce 20.000.000 de ton anuales, 19 veces más de lo que produce Colombia.

En Argentina, la situación es similar a la de Chile, con excepción de la etapa de reproducción tercerizada. Además un gran porcentaje no solo de maíz sino también de otros insumos alimenticios para el pollo son producidos por las empresas avícolas. Este país

dispone de una gran cantidad de alimento de calidad a bajo costo en las mismas regiones geográficas en las que se producen aves con gastos mínimos en fletes. Por ejemplo el maíz está gravado con un precio para los avicultores entre un 23% y un 47% menor al precio internacional. Por otra parte, el costo de la mano de obra, si bien es similar al chilena, es menor que la de Estados Unidos.

Para América los costos de mano de obra en el 2012 se encuentran en el siguiente orden: Estados Unidos remunera la hora entre \$ 9527 y \$13.412, en los principales Estados que son productores de pollo;⁹ Argentina paga \$3674 por hora; Chile \$3072; Colombia remunera la hora a \$2361; Perú \$2153 y México tiene una tarifa por hora de mano de obra en \$1086.

A pesar de que el costo de la mano de obra en Argentina y Chile es más alto que en Colombia, a causa del coste la materia prima se explica porque son países con un costo de producción más bajo que el colombiano y, por ende, al exportar son más competitivos que Colombia.

7.2 Avicultura en Colombia

La avicultura genera más de 350.000 empleos en 800 de los 1100 municipios del territorio nacional. Aportó en el 2011 con el 47,2% al PIB y de dicho porcentaje, un 30,4% lo generó la producción de pollo.

El sector avícola registró al cierre de 2011 una tasa de crecimiento del 3,8%, alcanzando una producción aproximada de 1.075.000 toneladas de pollo, 10.662 millones de unidades de huevo, 614 millones de pollitos y 30 millones de pollitas (anexo 1).

⁹ Iowa, Texas, Georgia, Indiana. Consulta realizada el 26 de septiembre de 2012 en http://www.nass.usda.gov/Publications/Ag_Statistics/2004/04_ch8.pdf USDA-United States Department of Agriculture, y <http://www.dol.gov/whd/minwage/america.htm> Department of Labor Tasa de cambio empleada \$1850 COP.

El bajo crecimiento de la producción de pollo para el 2009 se originó por una baja en los precios de la carne bovina que incentivo el consumo de este producto sustituto. El sector bovino colombiano, a raíz de las crisis sanitarias, como la fiebre aftosa, la enfermedad de la vaca loca, entre otras, llegó a experimentar fuerte deterioro en la confianza del consumidor, llevando al sector a una disminución de la demanda mundial de los productos bovinos. Además la carne bovina colombiana fue uno de los productos que registraron mayores reducciones en sus exportaciones debido a los problemas comerciales con Venezuela, generándose una sobre oferta en el mercado nacional y para lo cual Fedegan optó por incentivar el consumo interno ofreciendo un descuento entre el 10% y 40% en los precios para los diferentes cortes de carne de res en el 2009. La reducción en los precios de la carne hizo que la demanda de pollo disminuyera (Federación Colombiana de Ganaderos, 2011).

7.2.1 Materias primas

Es importante señalar que el concentrado con el que se alimenta el pollo durante los 45 días de crianza es uno de los puntos clave para que el producto final sea de la calidad esperada. Este concentrado está hecho principalmente a base de maíz amarillo, frijol de soya, torta de soya, sorgo, entre otras materias primas, indispensables para conseguir un alimento de gran nutrición y rendimiento. Es del caso indicar que los principales productores de soya en millones de toneladas son Estados Unidos (83,17), Brasil (72), Argentina (48), China (13.5), India (11), Paraguay (6.4) y Canadá (4,24).

En lo que respecta al maíz, según la medición de los precios de la FAO (The Food and Agriculture Organization of the United Nations), en el 2011 se registró el nivel más alto de los últimos 21 años y quizás en la historia. De este índice hacen parte los dos principales *commodities* del sector avícola: el maíz amarillo y el frijol de soya con sus derivados. Entre el 2005 y el 2011 se ha registrado un incremento acumulado de precios en el maíz amarillo y frijol de soya del 166% y 105,5%, respectivamente.

7.2.2 Costos del proceso de producción

Cabe señalar que el comportamiento en los precios de las materias primas reflejó un incremento del 16,3% en los costos de producción, al tiempo que los precios se incrementaron 22,8% en el pollo en el 2011.

Existe un buen margen de ganancia para la persona que vende el pollo en canal respecto al que lo vende en pie. Así, por ejemplo, en Bogotá la diferencia entre ambos precios a junio de 2012 fue del 102,15% (anexo 2).

Es importante destacar que las empresas avícolas son precio-aceptante y, por ende, se enfrentan a variaciones inesperadas en los precios de venta del pollo en pie, en especial en el mercado de Bogotá, así que en muchas ocasiones han tenido que vender por debajo del costo de producción en granjas (anexo 3).

7.2.3 Consumo per cápita

Aunque el consumo de carne bovina en Colombia es bastante significativo, de acuerdo a datos históricos del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), desde el 2005 los hogares han sustituido la carne de res por la carne de pollo. El mercado de carnes en Colombia es de 49 kilogramos per cápita año, con una participación del pollo de 49%, esto es 23,8 kg por habitante. Durante varios quinquenios el pollo ha sido la carne preferida por los colombianos. Esto se explica por una diferencia de precios relativos favorable para el pollo y una competitividad cada vez mayor de los productores que se expresa en una mayor conversión de alimento en carne (anexo 4).

Vale señalar que a pesar de que Colombia tenga un ingreso per cápita superior a los US\$6300, es superada en el consumo per cápita de pollo por Perú que posee un ingreso per cápita de US\$4200 y Venezuela (anexo 5) (Asociación Latinoamericana de Avicultura [ALA], s. f.).

7.2.4 Indicadores productivos

La industria avícola colombiana no solo ha conseguido una oferta de proteína animal con los menores precios relativos frente a sus sustitutos, sino también el desarrollo progresivo de la industria desde comienzos de la década del noventa, indicador clave del avance adquirido en el *know-how*. De hecho, hace más de quince años la conversión de alimento en carne era de 3 a 1 (tres kilogramos de alimento se convierte en uno de carne) y hoy la relación es de 1,8 a 1.

Asimismo, ha habido un progresivo conocimiento, no solo en el proceso productivo en sí mismo, sino en logística y desarrollo comercial. Por ejemplo, hoy en día las tasas de mortalidad se encuentran en un rango de 6%.

7.2.5 Exportaciones e importaciones

Colombia no tiene una tendencia clara de exportaciones, lo que lleva a pensar que estas no responden a una estrategia planificada de crecimiento de algunas empresas del sector, sino que es una respuesta reactiva a las subastas abiertas por países asiáticos principalmente. Es así que el mercado asiático se convierte en la primera opción para cubrir el exceso de oferta. Por el lado de las importaciones tenemos que Chile es el país que más toneladas de pollo ingresa a Colombia, seguido de Canadá, Perú y Estados Unidos.

7.2.6 Otras empresas del sector

De acuerdo al informe publicado en junio de 2010 por la Superintendencia de Sociedades, acerca del desempeño del sector avícola durante los años 2006 al 2009, se concluye lo siguiente:

- Los ingresos no operacionales en promedio tienen una concentración del 2% del total ingresos ordinarios.
- La participación de los costos de las materias primas, no supera el 84%, lo que implica una ventaja comparativa frente a otros sectores agrícolas, como el de las flores, en donde los costos en promedio, inciden en un 90% sobre los ingresos.

De tal forma que para el 2009 el margen bruto del sector de las flores se ubicó en el 10%, mientras que para el sector del pollo, el margen bruto se ubicó en un 16%.

- Los gastos operacionales mantienen una tendencia de aumento en promedio del 7% anual.

Si contamos con datos más actualizados, ofrecidos por la Federación Nacional de Avicultores (Fenavi), en marzo de 2012, mediante el boletín Fenaviquín, se resalta un Rankin de las 35 mejores empresas avicultoras del país, desde el 2009 hasta el 2011, en el que se muestra lo siguiente:

- Las medianas y grandes empresas tuvieron en promedio un decrecimiento en los ingresos de 2009 a 2010 de 0,343%. Pero para el 2011 el crecimiento registrado por el sector fue de 13,372%.

La disminución en el crecimiento de los ingresos en el 2010 fue debido a que el precio del pollo en pie cayó, para intentar subir la demanda que había sido sustituida en el 2009 por la carne bovina (anexo 6).

Los avicultores colombianos forzando el aumento de la demanda bajando los precios, lograron que para ese año la producción volviera a la tendencia que traía desde el 2008.

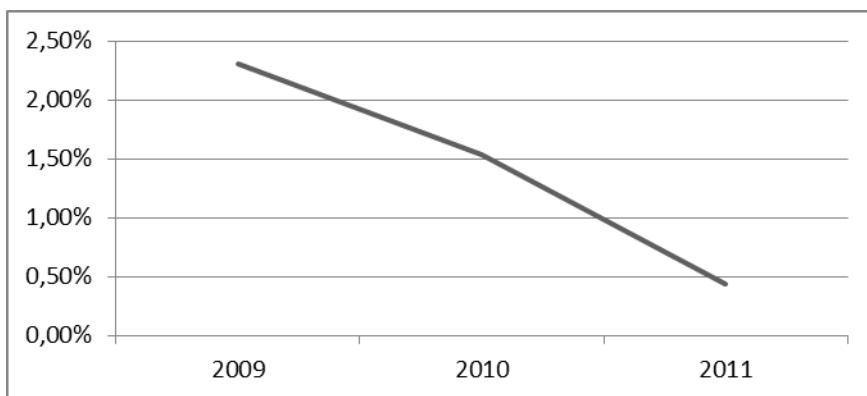
- Un margen operacional promedio de 2,82% 1,80% y 1,96% para el 2009, 2010 y 2011 respectivamente. Decrecimiento del índice entre el 2009 y 2010 (anexo 7).

A pesar que el peso colombiano no tuviera tendencias a devaluarse frente al dólar para el 2010, la intensidad del fenómeno del Niño que se registró desde finales de 2009 hasta mediados de 2010 y de La Niña que se inició justo después ocasionó pérdidas sin precedentes en la historia del país.

Para el 2011, la industria en general mejoró su margen operacional. Ya que vendió más y a un mejor precio, lo que fue suficiente para cubrir los costos de producción y demás gastos relacionados.

A pesar que en el 2011 la industria mejoró su margen operacional, la rentabilidad disminuyó porque los costos de financiación aumentaron a un ritmo mayor que los ingresos operacionales (gráfica 1).

Gráfica 1. Rentabilidad promedio del sector avícola



Fuente: Fenavi (2012).

Si estimamos la rentabilidad con base en los datos ofrecidos por la tabla de *ranking* se obtiene que las empresas líderes en el sector como, por ejemplo, MacPollo, figura con una rentabilidad neta de 2.08% y de Pollos el Bucanero con 1.65%.

7.3 Análisis DOFA del TLC con Estados Unidos

Algunas estimaciones indican que el TLC con Estados Unidos aumentará el crecimiento del PIB hasta en un punto porcentual, en un 2% la tasa de inversión y en 35% el comercio bilateral entre los dos países. Lo que generará ingresos tributarios entre 0,6% y 0,8% del PIB, bajará la tasa de desempleo cerca del 1% y tendrá un impacto positivo de alrededor del 2% en la tasa de formalidad de la economía (Banco de la República, 2010).

También se prevé un aumento significativo de las importaciones. La política monetaria debe estar orientada a impedir que eso no se traduzca en un endeudamiento excesivo de las familias, las empresas y el Gobierno, como ocurrió en México en 1994. Estados Unidos maneja un superávit comercial, mientras que Colombia tiene un déficit comercial. Lo que refleja que el país del norte maneje una curva de experiencia más amplia en exportaciones y controle mejor este mercado.

En el acuerdo firmado el 28 de mayo de 2012 se presentó que en el primer año de vigencia entraran 27.040 ton de cuartos traseros. Pero debido a que en realidad la primera importación entraría al país faltando un trimestre para acabarse el periodo, solo ingresaría la equivalencia de esas unidades permitidas, mientras que para el siguiente año, sí ingresarían 28.122 ton de cuartos traseros. Entonces, a Colombia ingresaría, a mediados de noviembre de 2012, el equivalente al último trimestre del año de las toneladas traídas en contingentes: 6760 ton de cuartos traseros con cero arancel (anexo 8).

Se destaca que se tendrá un arancel de 16,4% para los productos de cuartos traseros que ingresen por encima del contingente y de 70% si los productos a importar corresponden a aquellos con valor agregado como los sazonados. (Ministerio de Comercio, Industria y Turismo, s. f.). El ingreso al país de las cantidades de cuartos traseros con cero aranceles, representa alrededor del 2,5% de la producción nacional de pollo.

Se debe tener en cuenta que al arancel hay que sumarle los costos de transporte entre los países y los correspondientes a la internación del producto desde los puertos hasta los centros de consumo.

Andrés Moncada, presidente de Fenavi, aseguró en RCN La Radio que el ingreso de 27. ton de cuartos traseros de pollo (piernas, perniles y rabadillas), provenientes de Estados Unidos como parte del TLC, afectará a los productores nacionales y no implicará mejores precios para los consumidores (RCN Radio, s. f.).

La historia nos muestra que cuando el precio del productor baja no hay transferencia efectiva de esa disminución hacia el consumidor, en su lugar el margen se queda en los bolsillos de los intermediarios. Si hoy el kilo de pollo vale 6000 pesos, cuando entren cuartos traseros a 2800, el comercializador compra más barato pero para el consumidor el kilo sigue al mismo precio y no hay como controlarlo (Andrés Moncada, presidente de Fenavi).

Los cuartos traseros de pollo son considerados como uno de los productos de mayor sensibilidad; en consecuencia, Colombia logró obtener flexibilidades que reflejan uno de los mayores niveles de protección dentro del TLC. Por ejemplo, se incluyó una cláusula de revisión de todo el esquema al noveno año de implementación del acuerdo y se podrá revisar los verdaderos efectos del esquema y asumir las correcciones necesarias.

En Estados Unidos, los cuartos traseros del pollo carecen de demanda: para los productores de ese país esas partes son desecho; obtienen su ganancia de la venta de las “supremas” (pechuga), apetecidas por el exigente consumidor norteamericano. Con el TLC podrían vender en Colombia esos cuartos traseros a precios muy bajos, lo que se constituía en una gran amenaza para la industria avícola nacional. Los negociadores fueron sensibles a ese argumento, por lo que los avicultores obtuvieron para los cuartos traseros un plazo de desgravación de 18 años y aceptaron la desgravación inmediata de las “supremas” una vez entrara en vigencia el tratado. Ahora lo que amenaza a los productores colombianos no son solo los cuartos traseros sino las supremas (pechuga) que pueden entrar al país con cero aranceles.

Finalmente, se propuso una fórmula de salvamento para mantener precios iguales, similares o equivalentes al sistema de franjas, derechos antidumping automáticos, derechos compensatorios, aranceles específicos y contingentes arancelarios. La salvaguardia no aplica a los productos que tienen arancel de 0% como la pechuga y productos con salmuera ligera (marinados).

En lo que todos están de acuerdo es que la condición de infraestructura del país está por debajo de los estándares latinoamericanos y esto no permite un óptimo aprovechamiento del tratado. De tal modo, para que las empresas puedan ser competitivas requeriría un esfuerzo adicional importante y sostenido para adecuarse y expedirse, en lo cual podría afirmarse que la competitividad del país es casi inexistente por altos costos. (Ferrari Quine, 2012).

En materia sanitaria vale la pena hacer un paréntesis para destacar la preocupación manifiesta por el ministro de Agricultura y Desarrollo Rural, Juan Camilo Restrepo Salazar, por la existencia en algunos puntos de la geografía estadounidense de influenza aviar de baja patogenicidad, lo que en principio constituye una amenaza para Colombia que es libre de dicha enfermedad.

Existe poca coordinación entre las agencias del Estado, especialmente los ministerios, para compatibilizar las atribuciones individuales a los derroteros de desarrollo sectorial de cara a los acuerdos comerciales.

No se definen con facilidad, por parte del Ministerio de Agricultura, las prioridades de orientación de políticas de producción como otorgamiento de créditos o de incentivos en función del impacto de los acuerdos.

Haciendo una comparación de las tasas impositivas colombianas con las de otros países, se concluye que la tasa de impuesto a la renta está muy por encima al igual que las tasas de interés. Según el “Índice Big Mac”, a julio de 2011, la tasa de cambio china aventajaba a la colombiana en competitividad en 60,7 puntos porcentuales. Según el Banco Mundial, en 2010 la tasa de interés activa real promedio en Colombia era 6.1%; en China era de 0%. Las empresas colombianas, salvo las que se benefician de exenciones, pagan 33% de impuesto de renta, las chinas tan solo el 25%.

Buscar una diferenciación de los productos avícolas se torna en un reto para nuestro sector pues hasta lo ahora conocido, tanto en pollo como en huevo, opera en un mercado de *commodities*. Con el TLC se logrará incrementar las exportaciones. También es importante

avanzar en aspectos críticos para los inversionistas, como la convergencia efectiva hacia estándares internacionales de contabilidad.

8 ANÁLISIS HISTÓRICO Y ESTRATÉGICO DE LA EMPRESA

8.1 Historia de OCASO S en C

En 1999, la empresa inicio con 9000 pollos al mes, gracias a la buena aceptación en el mercado por la calidad de su producto le permitió crecer rápidamente y en dos años aumentó la producción gradualmente hasta llegar a 40.000. En el 2005, el gerente tomó la decisión de adquirir equipo de transporte, oficinas y algunos predios para la construcción de granjas, al día de hoy cuenta con tres granjas propias y tres en arriendo equipadas con tecnología de punta, cumpliendo con los requisitos sanitarios y de bioseguridad exigidas por el Instituto Colombiano Agropecuario (ICA). Actualmente la capacidad de producción es de 100.000 pollos al mes.

En el 2003, se formalizó la existencia de la empresa, y en temas de este trabajo la llamaremos con el nombre de OCASO. Esta es una sociedad en comandita simple, con tres socios comanditarios dueños cada uno del 33% de las acciones y un socio gestor.

De acuerdo con el artículo 2 de la Ley 905 de 2004 y la Ley 1450 de 2011, esta empresa está catalogada como pequeña empresa, puesto que la planta de personal se ubica en el rango de los once (11) y cincuenta (50) trabajadores, y los activos totales por valor entre quinientos uno (501) y menos de cinco mil (5000) salarios mínimos mensuales legales vigentes.

El proceso productivo de esta organización comprende desde la llegada del pollito de un día de nacido hasta la entrega de este vivo en la planta de sacrificio al cliente. Durante el proceso de crianza que dura un lote de 45 días se deben aplicar ciertas vacunas y tratamientos especiales al agua para evitar contaminaciones e infecciones en el pollo. Estas vacunas y desinfectantes son comprados dependiendo de la capacidad del galpón y del volumen de pollo en proceso.

El galponero¹⁰ debe garantizar el suministro de alimento, ya que con un solo día a falta de comida puede traer graves repercusiones en el producto final. Es por ello que el alimento es llevado a la granja con mínimo con un día de anterioridad de acabarse.

Las tres granjas tomadas en arriendo tienen un equipo de comida manual, lo que implica más trabajo para el galponero y riesgos de salud mayores. El agua viene por mangueras directamente del tanque hasta cada bebedero. Mientras que en las granjas construidas por la empresa, el bebedero y el comedero es automático lo que implica menos esfuerzo para el empleado y eficiencia con el tiempo ya que solo vuelca la comida en una reserva y de allí mediante un sistema de poleas se distribuye a cada línea.

El costo del concentrado es pagado por bulto (40 kg) y OCASO tiene que ir hasta el proveedor, para que le despache el viaje. Es por ello que el dueño decidió comprar su propio equipo de transporte. El pago del concentrado se debe hacer por anticipado para que el viaje de alimento sea despachado.

Las vacunas y desinfectantes, la mayoría de las veces, el proveedor las lleva hasta la oficina, y desde allí se reparten a la respectiva granja. El proceso de vacunación dura medio día y es realizado por un grupo de mujeres de la región en donde se encuentre ubicada la granja y son contratadas únicamente para esta labor.

El supervisor pasa como mínimo una vez a la semana a cada granja para revisar diferentes indicadores como la mortalidad, el peso del pollo, su estado anímico, la temperatura del galpón, etc. A él se le paga un salario base más bonificaciones según el resultado de cada lote.

Como se mencionaba anteriormente, en tres de las granjas se paga arriendo fijo mensual, este valor incluye los servicios consumidos por el galponero que reside en la granja con su familia y por el pollo.

A los galponeros se les paga un salario fijo mensual y uno adicional, se les evalúa por resultados. El gerente de la compañía maneja una tabla de eficiencias que muestra

¹⁰ Persona que se encarga del manejo del pollo durante los 45 días que permanece en la granja.

indicadores de cuanto debería ser la conversión de 1 kg de alimento consumido por el pollo en su peso. Estas bonificaciones son pagas al finalizar el lote.

El precio del kilo de pollo se rige por el mercado. Los clientes de OCASO, que al mismo tiempo son clientes de otras empresas grandes y pequeñas, manejan el precio si hay mucha oferta y escogen la empresa que le ofrezca un mejor precio y calidad aceptable. O cuando los productores observan que hay escases y sus clientes necesitan pollo, fijan un precio y de ahí no ceden a menos que algún competidor grande empiece a bajar precios.

Los cambios generados después de cerrada la negociación del TLC con Estados Unidos ha generado una preocupación extra en el sector avícola, ya que supone un ajuste al aparato productivo que viene de la mano de mayores inversiones por la necesidad de modernizar el proceso de producción y comercialización, con un enfoque progresivo hacia el valor agregado (Federación Nacional de Avicultores de Colombia, 2012).

8.2 Análisis financiero actual (anexos 15, 16, 17, 18)

Uno de los rubros más importantes es el disponible o efectivo, debido a que las operaciones de este negocio se manejan con pagos a corto plazo. La compañía da un plazo de pago de las facturas entre ocho y treinta días para que el cliente pague la totalidad del rubro; asimismo, tiene que pagar los insumos en su mayoría por adelantado.

Soporta toda su operación en la infraestructura que posee, aunque año tras año la propiedad, planta y equipo ha venido perdiendo participación dentro de los activos totales. Esto se explica por desastres fortuitos de algunos vehículos en el 2010 y 2011; sin embargo, el *stock* restante se ha valorizando. Cada peso invertido en el activo total genera para OCASO una utilidad del 18,36%.

Los impuestos generados por la compra del alimento gravado con el 16% de IVA, son objeto de devolución. De igual manera, OCASO realiza anticipos de retenciones en la fuente, que luego tienen que ser descontados del impuesto de renta por pagar. Es notorio

cómo la cobranza de este rubro va adquiriendo más fuerza dentro de los activos. Es decir, el Estado retiene una suma de dinero considerable de la operación del negocio.

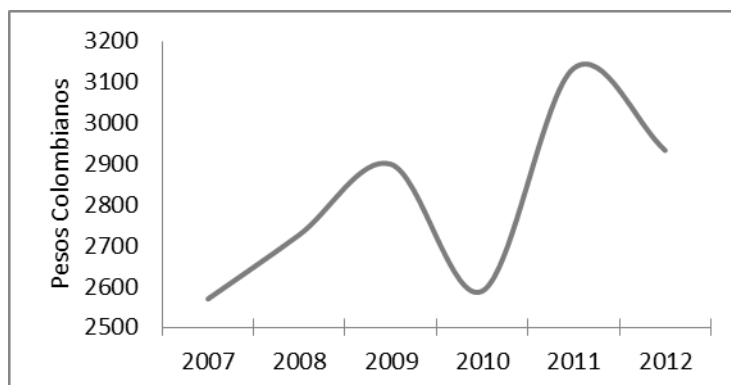
Las cifras de inventarios corresponden a la fecha de cierre del periodo contable, es decir a 31 de diciembre. La rotación de inventarios ha venido disminuyendo así: 31, 19, 17 veces que va al mercado, para el 2009, el 2010 y el 2011 respectivamente.

Las entidades financieras tienen una intervención reducida en la compañía porque la administración decide usar el capital de trabajo generado por la empresa. Del pasivo, la mayor participación la tienen los gastos de los empleados. Pero ese porcentaje, que pertenece a los empleados, es por cuestiones de ley, ya que muchas de las prestaciones sociales se deben consignar hasta el siguiente año. Respecto al análisis horizontal, las obligaciones laborales cayeron en el 2010, debido a que hubo una reducción de la planta de personal en el 2009, para reducir costos y gastos.

La participación que tienen los terceros en el capital de la empresa ha ido aumentando, pero este crecimiento se debe principalmente a que los impuestos y obligaciones fiscales ha ido incrementándose a medida que la empresa mejora su desempeño, y es de tener en cuenta que estos rubros se pagan hasta el periodo siguiente en que son causados. La participación de los proveedores es relativamente pequeña y no tiene una tendencia de comportamiento clara, debido a que ellos exigen el pago por adelantado.

El ritmo de crecimiento de los ingresos operacionales fue de la siguiente manera: 36%, crecimiento de las ventas para el 2009, 10% para el 2010 y 21% en el 2011. Asimismo se debe indicar que por cada peso vendido, genera 6% de rentabilidad para OCASO, en el 2011 frente a 5% en el 2008 (gráfica 2).

Gráfica 2. Precio de venta de OCASO, por *Kl* de pollo en pie



Fuente: elaboración propia con datos ofrecidos por la compañía caso de estudio.

Los costos de producción tampoco crecieron al mismo ritmo que venían haciéndolo para el 2010. Lo que contribuyó a amortiguar la caída en precios de ese año y lograr una rentabilidad adecuada al comportamiento de la organización.

Los gastos operativos tienen una participación muy baja en OCASO. Los gastos por reparaciones y mantenimiento se han visto incrementados debido al tiempo de uso de algunos vehículos, para lo cual es necesario gastar cierta cantidad de dinero para que sigan en funcionamiento. En los estados financieros se ve un crecimiento abrupto de los gastos diversos, esto es debido a que OCASO aún se encuentra en proceso de consolidación y organización interna y hasta el 2011 se implementó un mayor orden con los soportes de contabilidad, para controlar ciertas costumbres que se tenían por ser una empresa familiar, como por ejemplo cargar los gastos personales del gerente o familiares en la empresa. A pesar de ello cada peso utilizado en gastos, puede ser recuperado cuatro veces al año.

El margen operacional ha ido mejorando casi en un punto porcentual por año, lo que significa para este caso que los costos fijos están siendo mejor distribuidos. Los ingresos no operacionales poco a poco han ido disminuyendo. Una de las razones es que por la pérdida fortuita de algunos vehículos, se ha dejado de prestar el servicio de carga a particulares. Aunque realmente estos ingresos no son significativos para la compañía.

A pesar de las crisis que se han generado en economías internacionales y nacionales, las utilidades no se han visto afectadas, estas tratan de conservar la misma participación, aunque el comportamiento de la utilidad neta se haya visto disminuido en el 2010. La rentabilidad que la empresa deja a los accionistas oscila entre el 15% y el 22% entre el 2009 y el 2011.

8.3 Ponderación del riesgo del negocio

El riesgo se define como la posibilidad de que exista un perjuicio económico por la probabilidad de un hecho, y por ello se hace necesario medirlo y controlarlo para garantizar que se mantenga en los niveles adecuados. Riesgos financieros se ven reflejados en el retorno que se espera obtener, como los que serán explicados a continuación.

8.3.1 Riesgos de mercado

Consultando la circular 100 de 1995, capítulo XXI, se entiende por riesgo de mercado la posibilidad de que las entidades incurran en pérdidas asociadas a la disminución del valor de sus portafolios, las caídas del valor de las carteras colectivas o fondos que administran, por efecto de cambios en el precio de los instrumentos financieros en los cuales se mantienen posiciones dentro o fuera del balance (Superintendencia Financiera de Colombia, 2007).

Para el caso de OCASO, el riesgo de mercado que más incide en la organización es el tipo de cambio con el precio de los *commodities*. Debido a que si revisamos los anexos de estados financieros de la organización, se observa que no hay pasivo con entidades bancarias nacionales e internacionales y la posición de la administración es trabajar con capital propio. La empresa tampoco tiene inversiones representativas en acciones ni carteras colectivas.

La tasa de cambio se encuentra inmersa en la medición del índice de precios al productor (IPP) para el consumo intermedio. Colectivamente el IPP mide el cambio en el precio en su primer nivel de venta de un conjunto de bienes que forman parte de la oferta interna total de la economía (excluye bienes exportados). El indicador se puede analizar de acuerdo a tres clasificaciones: la primera según procedencia de los bienes, es decir, importados o producidos y consumidos en el país. La segunda clasificación se refiere al uso o destino económico que se le puede dar al bien: consumo final, consumo intermedio, formación bruta de capital y material de construcción. La última, según la actividad económica de la empresa que produce el artículo, que en forma general se divide en tres actividades: agrícola, industrial y minería (Huertas Campos & Jalil Barney, 2000). Los bienes importados como es el caso del maíz amarillo, frijol de soya, sorgo y torta de soya se consideran a su precio CIF —en puerto con seguros y fletes— (Departamento Administrativo Nacional de Estadística [DANE], 2009).

Si notamos el comportamiento de los precios del alimento de la empresa OCASO (anexo 9), este se asemeja al comportamiento del IPP (anexo 10). El IPP considera no solo el factor de tasa de cambio, sino otros componentes que influyen en el costo de la adquisición de las materias primas, empleadas para la elaboración de productos finales, como lo es el pollo (Huertas Campos y Jalil Barney, 2000).

Aquí es importante considerar que los alimentos no pueden estar almacenados por más de dos meses. Y por lo conversado con el gerente, no es bueno crear acuerdos contractuales con alguno de los proveedores porque esto amarraría la calidad del producto a un solo dispensador de alimento, lo cual impactaría significativamente el producto final con una baja eficiencia y dañando la reputación en el mercado.

Las medidas que se ha tomado hasta el momento para asegurar buenos precios de negociación de dicho componente, por parte de OCASO es pagar de contado y así asumir descuentos por pronto pago. Si se prevé un precio optimista para el pollo en el mercado, el gerente decide invertir en materias primas de mejor calidad, que darán un mayor rendimiento y eficiencia de conversión, a un costo un poco más alto. Pero si el gerente

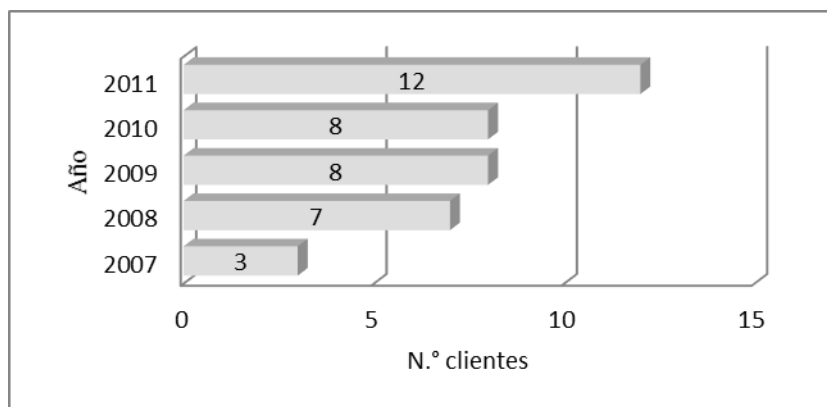
prevé la baja del precio de mercado, decide escoger materias primas de buen rendimiento a un costo más bajo.

8.3.2 Riesgos de crédito

El riesgo crediticio es la posibilidad de que una entidad incurra en pérdidas y se disminuya el valor de sus activos, como consecuencia de que un deudor o contraparte incumpla sus obligaciones (Superintendencia Financiera de Colombia, 2009).

A través de los años, OCASO ha logrado disminuir este riesgo puesto que el número de clientes que componen el 80% de sus ventas han aumentado, es decir, que ahora no solamente depende de dos o tres clientes para asegurar sus ventas, sino que esta empresa ahora tiene un poco más de reconocimiento y valor en el mercado. Cada uno de ellos aporte un porcentaje parejo en cuanto a las ventas netas, sin embargo, ocho de ellos son los que más se destacan. Es muy importante reconocer que el poder de negociación lo tiene el cliente (gráfica 3).

Gráfica 3. N.º De clientes necesarios para alcanzar el 80% en ventas en OCASO



Fuente: elaboración propia con datos ofrecidos por la compañía caso de estudio.

3.3.3. Riesgos de liquidez

Entendido como la contingencia de no poder cumplir de manera plena y oportuna con las obligaciones de pago en las fechas correspondientes, debido a la insuficiencia de recursos líquidos o a la necesidad de asumir costos inusuales de fondeo (Superintendencia Financiera de Colombia, 2009).

Para OCASO un alto riesgo de liquidez se origina por ejemplo con el proyecto de reforma tributaria en que se plantea que el IVA que paga los productores avícolas por el concentrado que actualmente es el 16%, pasará a un 5% (Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales). Recordemos que el pollo es un bien exento, por ende el productor del bien tiene derecho a solicitar la devolución de ese IVA. Actualmente, la devolución del IVA es cada dos meses y es por ello que en el balance general de OCASO aparece en deudores un monto considerable por cobrar a la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN). El nuevo régimen tributario quiere disminuir la tarifa del impuesto pero devolverlo a los productores un año después, creando deficiencia de efectivo en las empresas avícolas, puesto que ellas dejarían de trabajar o rotar el dinero por entregárselo al Estado sin ningún tipo de rendimiento financiero.

De acuerdo a la evaluación de la administración, el tope mínimo de capital de trabajo con que puede operar la empresa es el mismo que ha sido calculado para el 2011, en el que OCASO tenía \$ 735 millones COP.

Actualmente, para respaldar peso de deuda, OCASO tiene \$2,37 de manera inmediata para responder por ella. Ya que por cada peso que se vende se recibe 0,99 centavos de flujo real.

El ciclo de caja o flujo de efectivo va de la siguiente manera: se vende a crédito a 21 días, el recaudo de la cartera se realiza en 15 días y el pago efectivo de las cuentas por pagar a proveedores se efectúa en 5 días, para finalmente tener un ciclo de caja de 31 días.

8.4 Análisis DOFA de la empresa

- Debilidades:
 - El margen bruto se ubica en el 11,18%, cinco puntos por debajo que la industria promedio.
 - Depende altamente de sus clientes, es decir, OCASO no puede fijar un precio fijo y mantenerse en él porque los clientes tienen más opciones para escoger. Además el pollo por ser un bien básico, no se mide en gran proporción por su calidad, sino por su precio. De igual manera los proveedores tienen el poder de negociación con el precio de las materias primas.

- Oportunidades
 - Con la entrada en vigencia del TLC se obtendrán beneficios con los costos de las materias primas, debido a que el arancel de importación se irá disminuyendo gradualmente.
 - Con tratados de libre comercio firmados con otros países, las exportaciones se incrementarán, lo que induce a una mayor producción. OCASO tiene la facilidad de ampliar la cartera de clientes.

- Fortalezas
 - Hasta el momento, OCASO siempre ha tenido suficiente liquidez para llevar a cabo su actividad económica sin necesidad de acudir a fuentes externas de financiación.
 - Los activos fijos que posee la compañía generan 41% de rentabilidad y el total activos generan 18%.
 - En el caso de OCASO, el crecimiento de las ventas fue de 10% y 21%, en el 2010 y el 2011 respectivamente. A pesar de ser una pyme, esta compañía está siete puntos por encima del crecimiento normal del ritmo de ventas de las grandes y medianas empresas del sector.
 - El hecho de que su estructura organizacional sea comprimida, ayuda a que tenga menos gastos operativos y esto es lo que ha contribuido a que tenga

índices de rentabilidad muy comparables o superiores al resto de la industria, a pesar de que sea una pyme. OCASO mantiene un margen operacional favorable, puesto que está alrededor de cinco puntos por encima de la industria.

- Sin lugar a dudas la remuneración variable por incentivos que reciben los empleados motiva un desempeño más alto y eficiente, manejando índices favorables, como por ejemplo la mortalidad que se encuentra en el 5%, un punto por debajo que el resto del sector.
- Amenazas
 - La entrada de nuevos competidores al sector es alta, ya que el capital inicial necesario no es tan alto y con la entrada en vigencia del TLC se presta para que también lleguen empresas del exterior a dominar el mercado nacional. Aproximadamente entrará en el mercado colombiano el 2.5% más de toneladas de pollo provenientes de Estados Unidos.
 - La nueva reforma tributaria puede llegar a causar baja liquidez para las empresas avicultoras de Colombia, ya que implicaría altas sumas de dinero en manos del estado sin producir rentabilidad. El meollo de esta cuestión se deriva del proyecto de Estatuto Tributario, que en su nuevo Artículo 477, elimina el derecho a la devolución del impuesto a las ventas del huevo y el pollo de manera bimensual, productos imprescindibles de la canasta familiar.

CAPÍTULO II. VALORACIÓN DE LA EMPRESA

9 DETERMINACIÓN DEL COSTE DE CAPITAL

El costo de capital (K_e) es la variable que realmente define el ajuste en la tasa de descuento del modelo de flujos de caja libre, para acoger las características del sector y de la empresa a valorar en consideración a la evaluación de riesgo sistemático, ya que las otras

variables dependen exclusivamente de cada empresa. El ajuste al costo de capital (Ke) debe incorporar las características de las empresas pequeñas en mercados emergentes; de igual manera, es necesario considerar el impacto del TLC con Estados Unidos, puesto que este afectará muchas de las variables que rigen al mercado y, por ende, a la empresa objeto de estudio.

El ajuste al costo de capital (Ke) debe incorporar las características de las empresas pequeñas en mercados emergentes; de igual manera, es necesario considerar el impacto del TLC con Estados Unidos, puesto que este afectará muchas de las variables que rigen al mercado y, por ende, a la empresa objeto de estudio.

Ha de considerarse el aporte de Sarmiento y Cayón (2005), que definen el costo de capital como:

$$Ke = \frac{(1 + (\text{TLR USA} + \text{Beta Sector Avícola} * (\text{Prima riesgo país USA} + \text{Prima riesgo país Colombia})) * (1 + \text{inflación USA}))}{(1 + \text{Devaluación del peso en Colombia}) * (1 + \text{INFLACIÓN Colombia}) - 1}$$

Mientras que Aswath Damodaran, en su publicación *Volatility Rules: Valuing Emerging Market Companies* (2009), plantea que el costo de capital debe ser:

$$Ke = \text{TLR} + \text{Beta} * (\text{Rm} - \text{TLR}) + \text{Prima de Riesgo País Col}$$

Para efectos de este trabajo se tomará:

Tasa Libre de Riesgo (TLR): 0,78%. La rentabilidad de los Bonos de Estados Unidos a cinco años, tomado de Bloomberg el 20 de octubre de 2012.

Beta Apalancado del sector avícola: tomado de Bloomberg el 17 de octubre de 2012 de Inversiones Bachoco S.A.B. de C.V., el principal productor y procesador de productos avícolas en México e inversión directa en Estados Unidos. Que debe ser ajustada a OCASO.

Beta Empresa Comparable = Beta Proxy

0,63 = Beta Proxy

Para dejar de un lado el nivel de endeudamiento de la empresa Bachoco es necesario desapalancar el riesgo operativo con los siguientes datos

Total Pasivo de Bachoco	\$ 8,338 Dólares
Capital Contable de Bachoco	\$ 18,17 Dólares
ISR 2012	30% Tasa impositiva

Fuente: www.Bachoco.com Tomado el 22 de octubre de 2012

BetaU=0,47683137

Esto implicaría asumir que el riesgo operacional de Bachoco es similar al de la empresa caso de estudio, este riesgo sería el Beta Proxy; posteriormente es necesario ajustar el Beta Proxy a los niveles de endeudamiento y el riesgo financiero de OCASO.

Beta	Apalancado		
OCASO =		BetaU *	1+(pasivo/patrimonio)*(1+Tx)

$$\text{OCASO} = \frac{\text{Beta Apalancado}}{37} * 1,29015546 = 0,6151866$$

A aquellos cuyas betas superen la unidad se les denomina activos agresivos y son los que más rápido ascienden ante un alza del mercado pero, asimismo, son los que más rápido caen cuando el mercado se desploma; es decir, son los que más riesgo sistemático tienen. Por otro lado, los activos cuyas betas son inferiores a la unidad son los que varían menos que el mercado en su conjunto, cuando este sube o baja, y por tanto, disponen de un riesgo sistemático menor.

Es decir que para el caso de OCASO, el Beta representaría un comportamiento defensivo. Esto significa que si el mercado crece muy rápido en su rentabilidad promedio, OCASO no lo hará al mismo ritmo. Y si la rentabilidad del mercado se desploma, OCASO tampoco lo hará al mismo ritmo. Un claro ejemplo de ello es la crisis descrita en el apartado sobre la avicultura del país, en el que las empresas del sector han venido desmejorando su rentabilidad mientras que OCASO la ha incrementado.

Prima Riesgo País Colombia: 3%. Tomado de la página online de Aswath Damodaran el 20 de octubre de 2012. Teniendo presente la mejora a grado de inversión, que las agencias Standard & Poors, Moody's y Fitch Ratings hicieron a la calificación de la deuda en moneda extranjera de Colombia, en marzo, mayo y junio, respectivamente, en el 2012.

Prima de Riesgo País Estados Unidos: 0%. Tomado de la página online de Aswath Damodaran el 20 de octubre de 2012.

Inflación de Estados Unidos: 2,13% (promedio lo que lleva recorrido de 2012) (Tomado de www.bls.gov, United States Department Labor-Bureau of Labor Statistics, el 20 de octubre de 2012).

Inflación de Colombia: 3,31% (promedio de lo que lleva recorrido de 2012). Tomado del Banco de la República el 24 de octubre de 2012.

Devaluación del peso colombiano: 2,8% (no ha habido devaluación sino Apreciación). Tomado del Banco de la república el 29 de octubre de 2012. Cálculos propios.

Rentabilidad del mercado (Rm): 5,36%. Tomado de Federación Nacional de Avicultores, 2012.

Si se emplea el modelo de Sarmiento & Cayón el costo de capital resultante es 0,3922%.

Mientras que si se calcula de la manera como lo sugiere Damodaran, el costo de capital es 6,588491%.

Debido a que el Riesgo País está asociado a la estabilidad y las condiciones económicas, sociales y políticas de determinado país que pueden impactar el valor de un título, inversión o activo. Y por ende del cual se pueden destacar cinco componentes esenciales: el riesgo económico, el político, el riesgo financiero, riesgo regional y riesgo de crisis sistemática global (Henry Bouchet, Sarmiento y Lumbreras, 2007). De tal manera, como Damodaran calcula el costo de capital, ya se está incluyendo todos los factores económicos como lo es inflación y tasa cambiaria, resumidos en la prima de Riesgo País. O

sea que Sabogal y Cayón hacen una precisión extra al considerar de manera expresa la devaluación y la inflación colombiana.

Para efectos de este trabajo se ha considerado pertinente utilizar el modelo de costo de capital formulado por Damodaran, dado que este recoge de manera más cercana las variables que explican el riesgo de invertir en Colombia. Por otro lado, el costo de la deuda es cero, debido a que la empresa no posee deudas a largo plazo y tampoco con entidades financieras.

10 PROYECCIONES DE LOS FLUJOS FUTUROS

10.1 Escenario 1. Proyección sin contemplar los efectos del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos

Primero, para calcular la demanda anual de pollo en el sector avícola de Colombia, se tomó la elasticidad ingreso de la demanda de este bien (anexo 11) y el crecimiento del PIB per cápita que pronostica el DANE (anexo 12). Con los valores de PIB per cápita de los años 2010 y 2011 se calcula la elasticidad del ingreso.

La sensibilidad resultante de la relación entre los cambios en la demanda de pollo y los cambios del ingreso per cápita se aplicó al PIB per cápita que se pronostica y crecerá el 5% anual y así determinó la producción de pollo que se tendrá anualmente de 2012 al 2017 en Colombia.

Actualmente, la empresa ocupa el 0.18% de la producción del mercado avícola colombiano. Se asume que intentará mejorar su participación en el mercado a un 0,19% constante a partir de 2013 y que el precio de venta se mantendrá constante a partir de 2014. Con esa información se determina las cantidades de kilo de pollo a vender por OCASO.

Es muy importante garantizar que el crecimiento de la producción del mercado avícola, efectivamente, se venderá. Entre las metas de mercado se tienen a Corea, Turquía, Países Árabes, Japón, Rusia, Hong Kong y algunas naciones africanas. Asimismo, se

contemplan los mercados naturales de Venezuela y Ecuador, identificados por su participación en la importación de productos avícolas, por sus menores exigencias técnicas y por el interés del Gobierno nacional en la apertura comercial en algunos de estos mercados.

Inicialmente, para aumentar la participación en el mercado al 0,19%, OCASO tiene que ampliar su producción en un 17%. Luego para poder conservar dicha participación se proyecta que se necesitará crecer en producción alrededor del 5% anual. Para incrementar su producción serán necesarias ciertas inversiones en propiedad, planta y equipo, a su vez se incrementarán los costos de mano de obra.

Se estima que al aumentar la producción, mejorará la curva de aprendizaje y con metas de reducción de los costos de producción, estos pasarán gradualmente del 87% de los ingresos totales (que es la participación de estos en el último año analizado 2011) a un 85% en el 2016. Además, en cuanto a la productividad se refiere, se ha proyectado una tasa de crecimiento superior al 6% para nivelar el sector a los estándares internacionales. Ello incluye la conversión de alimento en carne.

Los gastos de personal administrativos crecen a la tasa que normalmente se ha presentado 5%. Con datos estadísticos las contribuciones y afiliaciones son el 0.8% de los gastos de personal.

La depreciación se calcula en un 5,5% sobre la propiedad, planta y equipo, cuenta del balance general. Mientras que gastos por servicios, mantenimientos y diversos se calculan de acuerdo a la participación que tengan en las ventas totales, puesto que se observa un constante en los últimos cuatro años. Es decir, para servicios y mantenimientos se provee un 0,5% de las ventas, mientras que otros gastos diversos un 0,05%.

Es muy importante considerar que parte de la inversión en propiedad, planta y equipo será para vehículos de transporte, que garanticen no solo disminuir costos de traslado del pollo o de los alimentos, sino también prestar el servicio a terceros y poder generar otros ingresos.

Se crea la cuenta, provisión cuentas por cobrar debido a que esta no existía y esta es calculada sobre los ingresos ordinarios anuales en un 2%.

En cuanto a los inventarios, a pesar de que la producción sea por lotes, las existencias que permanecen a la fecha de corte se mantienen alrededor del 5% del costo de ventas; y para la cuenta de proveedores se calcula que sea el 2%.

Las cuentas por pagar y las obligaciones laborales se proyectan con base en lo que se ha venido observando, en cuanto a su participación en el costo de ventas y gastos de personal respectivamente. La deuda con instituciones financieras se mantiene en cero, como lo ha dispuesto el gerente.

10.2 Escenario 2. Proyección contemplando los efectos del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos

Una de las variables en las que más va a influir el TLC es el volumen de kilos de pollo que habrá en el mercado colombiano. Las toneladas de cuartos traseros que entrarán con cero aranceles pertenecen aproximadamente al 2% del mercado actual. Sin embargo, también ha de considerarse las toneladas ilimitadas de pechuga que entrarán y otras presas o inclusive pollo entero que entrará en menor proporción pero que afectan de todas formas el mercado y su sensibilidad a los precios finales.

El precio al productor se verá afectado sin embargo se ha creado tres escenarios para conocer que podría suceder en diferentes condiciones.

10.2.1 Escenario optimista

La participación de OCASO se incrementará año tras año, con el objetivo de pasar al 0,3% para el 2017. Para ello necesitará que su producción se incremente en el 32% para el

2012, y entre el 11 y 15% para cada uno de los siguientes años. En cuanto al precio este no bajará, sino que se mantendrá estable.

OCASO alcanzará que sus costos de producción se reduzcan para ocupar el 85% de los ingresos, para igualarse al estándar del promedio de la industria. En algo que puede contribuir a esta hazaña es que el precio de las materias primas, como lo es el concentrado, se puede ver reducido, debido a que el arancel de importación de muchos *commodities* necesarios para crear el alimento de los pollos disminuye (anexo 13).

Es decir, toneladas ilimitadas de fríjol de soya o la torta de soya entrarán al país con cero arancel. Mientras que el maíz amarillo o el sorgo cumpliendo con cierto tope del contingente entrarán con 0% y las cantidades excedentes pagarán arancel que año tras año se irá desgravando.

Este beneficio indudablemente se lo ganarán las empresas procesadoras de alimentos para aves y se espera que transfieran esos beneficios a sus clientes, como lo es OCASO.

Para tener un crecimiento de la producción en esas magnitudes es necesaria la construcción de una granja por año con capacidad de producir mínimo 170.000 pollos al año. Al mismo tiempo que comprar vehículos de transporte para reducir los costos e incrementar los otros ingresos. En el 2015 y el 2016 se necesitarían dos granjas por cada año, con esa misma capacidad.

El costo de alquilar las granjas anualmente es cuatro veces superior a la depreciación de estas en el mismo año. En otros casos, donde el volumen de pollos es menor, el costo del arriendo puede resultar el doble que la depreciación de la granja. El resto de gastos se calcularon de la misma manera como se hizo en el escenario sin TLC.

10.2.2 Escenario conservador

Para este escenario se considerará que la participación de OCASO se mantendrá entre el 0,19 y 0,20% en el mercado. Para ello su producción debe incrementarse en un 25% con la construcción de una granja en el 2012 con capacidad mínima de 150.000 pollos al año. De igual manera en el 2013 y 2015. Para los otros años se puede abastecer el mercado con granjas tomadas en arriendo.

Debido a una mayor producción los costos logran bajar un poco, sin embargo no alcanzan el estándar de la industria y se queda para el 2017 en el 86,5% de las ventas netas. El margen de ganancias, debido a la disminución en costos de importación de ciertas materias primas que se convierten en insumos para OCASO, lo ganarán las empresas procesadoras de alimentos para aves, pero estas no se lo transferirán a sus clientes, por ende, no se verán reflejados menores costos en el concentrado para el pollo.

De igual manera, tiene que invertir en transporte para mejorar su costo de producción y las entradas de efectivo por prestar el servicio a terceros que contribuya a incrementar los ingresos al 2% de los ingresos totales.

10.2.3 Escenario pesimista

Desde un punto de vista negativo se tiene que el precio del kilo del pollo tiende a la baja para igualarse a los precios de las distintas presas que llegan a Bogotá desde Estados Unidos.

Según escenarios de simulación en cuanto al margen de precios con Estados Unidos, creado por Fenavi, se observa que los llamados cuartos traseros llegarán al país alrededor de \$4680 el kilo, mientras que en Colombia se vende el kilo alrededor de \$5940 (anexo 14).

La pechuga que entra con cero aranceles al país y es una de las presas preferidas en Estados Unidos, en el único momento en que igualó los precios con Colombia fue en el año 2010 en donde el kilo costaba \$5850, aproximadamente.

Si los precios en canal se reducen, los distribuidores no estarán dispuestos a perder y trasladarán este margen negativo al productor. La participación de OCASO pasará del 0,18% al 0,19% y se mantendrá igual durante los próximos cinco años.

Para crecer el 25% de su producción solo tiene que construir una granja con capacidad de 170.000 pollos al año mínimo y de 2012 en adelante puede balancearse con granjas tomadas en arriendo.

Y debido a que la producción no va a crecer considerablemente, los costos de producción conservarán su participación en un 87% sobre el ingreso por ventas. Por lo tanto, será necesario tomar acciones bajo situaciones difíciles de mercado.

10.2.4 Resultados

Empleando el costo de capital obtenido con la fórmula de Damodaran, y ajustando el Beta Proxy al Beta de la empresa se obtiene que:

Sin contemplar los efectos del TLC con Estados Unidos, el valor de la compañía resultaría entre \$2.779'099.000,85 y \$ 3.533'748.842,48 COP.

Año	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
WACC=		5,292%	5,415%	5,539%	5,609%	5,692%	5,760%
FCL=	\$ 447.938.876,00	\$ 94.139.515,51	\$ 277.588.485,15	\$ 398.490.564,55	\$ 651.168.531,79	\$ 909.773.027,84	\$ 1.202.588.717,63

Contemplando el impacto del TLC en un escenario positivo, el valor de la compañía oscila entre \$2.821'496.714,65 y \$3.118'622.728,84 COP.

Año	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
WACC=		4,56%	4,71%	4,81%	4,92%	5,01%	5,11%
FCL=	\$ 447.938.876,00	\$ 408.410.535,28	\$ 333.879.289,02	\$ 516.666.045,06	\$ 531.379.820,20	\$ 583.222.149,09	\$ 745.064.890,19

Contemplando el impacto del TLC en un escenario conservador, el valor de la compañía oscila entre \$2.590'293.804,81 y \$3.082'456.044,87 COP.

Año	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
WACC=		5,33%	5,43%	5,52%	5,65%	5,72%	5,79%
FCL=	\$ 447.938.876,00	\$ 150.819.344,56	\$ 215.918.779,03	\$ 490.003.929,61	\$ 539.126.979,98	\$ 746.485.895,63	\$ 940.101.116,06

Contemplando el impacto del TLC en un escenario pesimista, el valor de la compañía oscila entre \$2.408'751.989,72 y \$2.790'110.774,98 COP.

Año	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
WACC=		5,52%	5,60%	5,74%	5,80%	5,88%	5,93%
FCL=		\$ 65.104.812,31	\$ 241.031.995,81	\$ 389.827.110,72	\$ 562.384.769,28	\$ 702.464.425,59	\$ 829.297.661,26

CAPÍTULO III. CONCLUSIONES

11 CONCLUSIONES

Si se desea conocer el costo de capital en el sector es importante manejar el riesgo sistemático del mismo.

El cálculo del costo de capital ofrecido por Cayón y Sarmiento es útil para incorporar el efecto de la depreciación del peso e inflación de Colombia puesto que resalta estas dos condiciones de Riesgo País. Para el momento en que se hizo la valoración de la empresa OCASO, no se tienen niveles de inflación superiores al 3,5% como tampoco desvalorización del peso colombiano.

La fórmula de costo de capital propuesta por Damodaran contempla la prima de Riesgo País. Dentro de la prima de Riesgo País considera no solo la inflación y devaluación, sino también las últimas calificaciones recibidas por las agencias Standard & Poors, Moody's y Fitch Ratings para Colombia.

El riesgo sistemático de la organización sería interesante calcularlo con las desviaciones estándar de la rentabilidad de la industria y de la empresa objeto de estudio, como lo plantea Alfonso Rojas. Pero para este caso no se contó con suficiente información

acerca de la rentabilidad de la empresa, puesto que formalmente esta lleva poco tiempo constituida y no se cuenta con información suficiente de rentabilidad para relacionarla con la del sector.

11.1 Interpretación de los resultados

En cualquiera de los cuatro escenarios, aproximadamente en el 2014, OCASO dejará de ser una pequeña empresa para convertirse en una empresa mediana, puesto que sus activos totales superarían los 5000 salarios mínimos legales vigentes.

El precio de este bien es muy sensible a la oferta y la demanda. Y es por ello que se ve gravemente afectado con la entrada en vigencia del TLC con Estados Unidos. A pesar de que en los primeros 18 años las cantidades de pollo procedentes de ese país no exceden el 2,5% de la producción nacional de pollo, sí afecta a las pequeñas empresas como en el caso OCASO. Debido a que la producción y el manejo de clientes no son suficientes para manejar ciertas condiciones del mercado, como el precio, con las simulaciones que ha hecho Fenavi se observa que esta variable tiende a la baja y los costos de producción no descienden de la misma manera.

Aun si se presentaran las condiciones de mercado descritas en el escenario positivo, el valor de la compañía no resulta ser más favorable que si no se contara con el TLC. Es decir que, efectivamente, el impacto del TLC con Estados Unido resulta ser negativo para estas empresas pyme del sector avícola colombiano.

De todas maneras el TLC ya está en proceso y empezó la cuenta regresiva de dieciocho años para que entre cantidades ilimitadas de pollo; por ende, se deben tomar medidas preventivas y actuar antes de que la situación en el mercado se torne más compleja.

En un escenario conservador, en el que las condiciones de mercado son equilibradas y realistas de acuerdo a lo que el gerente de la compañía planea realizar, la empresa no producirá los mismos flujos de efectivo al ritmo que lo venía haciendo.

Mínimo la empresa llegará a tener un precio de \$2.408'751.989,72 y máximo de \$3.118'622.728,84 con el impacto del TLC, siempre y cuando se aumente la participación en el mercado mínimo en un 0,2% anual, lo que implicaría un aumento en la producción del 17% al 25% en algunos años y del 5% al 11% en otros; si disminuyen los costos de producción, ampliación de la cadena de producción hacia atrás o hacia adelante para mejorar el margen bruto de la organización y los ingresos no operativos se incrementen.

11.2 Recomendaciones

Analizando la tendencia de los costos de las materias primas utilizadas en OCASO se observa que el costo tiene una incidencia en el 88,82% en promedio. Sería ideal si la empresa logrará igualar esa participación al estándar que tiene la industria.

- Integración
 - Incremento del número de granjas (la rentabilidad de esta alternativa supera el costo de inversión). Sin embargo no es aconsejable, como lo plantea el escenario positivo, que OCASO tiene casi que construir una granja por año, puesto que el costo de oportunidad es muy alto y sería actuar a la ligera. Es mejor que construya alrededor de dos granjas más en los próximos cinco años y el resto las tome en arriendo. Aún OCASO no tiene la capacidad de vender esa cantidad de pollo planteada en el escenario positivo.
 - La mejor forma de ampliar su mercado es instalando la venta de pollo en canal, es decir operando la planta de distribución (crecimiento vertical hacia adelante). Para empezar el canal de distribución sería aconsejable primero que lo haga con las plantas propias que tiene hasta el momento y las cantidades de

pollo faltantes se podrían comprar a un tercero y así ir asegurando mercado pero sin invertir en grandes construcciones.

- La ventaja competitiva en el mercado la tendrán, seguramente, las empresas avícolas que cuenten con redes de frío y canales de comercialización: esta será la primera barrera a la entrada para los nuevos jugadores que le apuesten al negocio de la importación.
- De igual manera, OCASO también podría aprovechar la ventaja de que las premezclas de alimento y ciertas materias primas entran al país provenientes de Estados Unidos gravadas a un menor costo y comprarlas directamente en el puerto, aliándose con a alguna pequeña planta procesadora. De esta manera forjar un crecimiento vertical hacia atrás.
- Identificación de puntos claves vía venta y crecimiento laterales de la empresa. Como lo hacen las empresas chilenas que tienen costos muy bajos de producción.
- Diversificación
 - Diversificación de fuentes de ingresos a través del subarriendo de las granjas, actividad que permitirá contar con un ingreso que cubra los costos fijos durante al menos un año renovable. En dado caso que la venta de pollo se ponga más competitiva e implique un esfuerzo muy grande ampliar el mercado.
 - Diversificación a través de la compra de camiones para distribución (arriendo en horas que esté subutilizado).
 - Otros ingresos percibidos por la asesoría personalizada a otras empresas.
- Alianzas estratégicas (para exportación)

- Organizar el mercado de producción avícola en Bogotá, para que este gremio logre sacar ventaja de los convenios que tiene Colombia con otras partes del mundo. Si el gremio se une, logrará bajar costos de exportación y así el producto logrará ser competitivo en otros países a precios más bajos.
- En exportaciones colocar 5% de la producción nacional en cinco años.
- Contablemente
 - Pedir informes al contador con base en los indicadores financieros donde se indique la situación de la empresa contemplando sus dificultades y puntos a favor.
 - Las entidades deben adoptar políticas y mecanismos especiales para la adecuada administración del riesgo crediticio, no solo desde la perspectiva de su cubrimiento a través de un sistema de provisiones, sino también a través de la administración del proceso de otorgamiento de créditos y permanente seguimiento de estos. Esto es una recomendación debido a que la empresa no realiza las provisiones correspondientes.

REFERENCIAS

- Alonso Canadas, J. y Rojo Ramírez, A. (s. f.). *www.aeca.com.es*. Recuperado el 15 de febrero de 2012 de http://personales.ya.com/aeca//pub/on_line/comunicaciones_aal2011/cd/43b.pdf
- Asociación Latinoamericana de Avicultura (ALA). (s. f.). Recuperado el 20 de febrero de 2012, de <http://www.avicolatina.org/>
- Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF). (2005). Estudios Especiales. Recuperado de <http://anif.co/node/5936>

- Banco de la República. (s. f.). Recuperado el 15 de octubre de 2012 de http://obiee.banrep.gov.co/analytics/saw.dll?Go&_scid=P7p8RrtYXmY&ViewID=o%3ago~r%3areport~v%3acomoundView%211~v%3aviewSelector%211~v%3apivotTableView%211&SearchID=67si16jeb20047crmkj0nk62l6&Options=rdf&Path=/shared/Consulta%20Series%20Estadisticas%20des
- Banco de la República. (2000). *Relacion entre el Índice de Precios del Productor (IPP) y el Índice de Precios al Consumidor (IPC)*. Bogotá.
- Banco de la República. (2010). *El impacto del Tratado de Libre Comercio (TLC) con Estados Unidos en la balanza de pagos hasta 2010*. Bogotá.
- Caicedo Cerezo, E. (13 de julio de 2005). *Cash flow Valuation Online*. Recuperado el 22 de febrero de 2012, de <http://cashflow88.com/decisiones/articulo.pdf>
- Caicedo Cerezo, E. (mayo de 2006). *Cash flow Valuation Online*. Recuperado el 10 de marzo de 2012, de http://cashflow88.com/decisiones/Articulo_Edinson_Chile.pdf
- Cano Sanz, C. G. (2012). La vida finita de los pactos bilaterales de comercio: de Estados Unidos al Asia. *Revista Javeriana*, 11-19.
- Crediseguro S.A. (2010). *Informe Sector Cárnico Colombiano*. Medellín: Mapfre.
- Damodaran, A. (2009). *Damodaran Online*. Recuperado el 28 de febrero de 2012, de www.damodaran.com
- Damodaran, A. (2009). *Volatility Rules: Valuing Emerging Market Companies*. Recuperado de <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/emergmkts.pdf>
- Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE). (2009). *Metodología Índice de Precios del Productor*. Colección Documentos N.º 63. Bogotá.
- Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE). (2009). *Metodología Indices de Precios al Productor*.
- Department of Labor. (s. f.). Recuperado el 26 de octubre de 2012, de <http://www.dol.gov/whd/minwage/america.htm> Department
- Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN). (s. f.). *Proyecto Decreto 04 de octubre de 2012*. Recuperado el 30 de agosto de 2012, de <http://www.dian.gov.co/>
- Federación Colombiana de Ganaderos (Fedegan). (enero de 2011). *Boletín N.º 1*. Recuperado el 29 de octubre de 2012, de

[http://portal.fedegan.org.co/pls/portal/docs/PAGE/PORTAL/ESTADISTICAS1/PR
ECIOS_SEMANALES/2011_22_02_BOLETIN_SEMANAL_N%B0%201.PDF](http://portal.fedegan.org.co/pls/portal/docs/PAGE/PORTAL/ESTADISTICAS1/PR
ECIOS_SEMANALES/2011_22_02_BOLETIN_SEMANAL_N%B0%201.PDF)

Federación Nacional de Avicultores de Colombia (Fenavi). (2012). Agenda para la competitividad avícola. *Avicultores*, 8-22.

Fernández, P. (2005). *Valoración de empresas*. Barcelona: Gestión 2000.

Ferrari Quine, C. (2012). Crisis internacional y competitividad: exigencias sobre Colombia. *Revista Javeriana*, 28-31.

Gobierno de Chile. (2007). *Análisis y evaluación de la competitividad y transparencia del mercado nacional del maíz*.

Godfrey, S. y Espinosa, R. (1996). A practical approach to calculating costs of equity for investments in emerging markets. *Journal of Applied Corporate Finance*, 80-90.

Henry Bouchet, M., Sarmiento, A., & Lumbreras, J. (2007). *El Riesgo País. Un enfoque Latinoamericano*. Lima: ESAN.

Huertas Campos, C. y Jalil Barney, M. (2000). *Relación entre el Índice de Precios del Productor (IPP) y el Índice de Precios del Consumidor (IPC)*. Banco de la República. Bogotá: Subgerencia de Estudios Económicos.

Mazón, F., Olsina, F. X. y Aguilá, S. (2003). *Finanzas: De la planificación a largo a la gestión diaria de tesorería*. Barcelona: Gestión 2000.

Ministerio de Comercio, Industria y Turismo de la República de Colombia. (s. f.). *Tratados de Libre Comercio-Colombia*. Recuperado el 23 de marzo de 2012, de <http://www.tlc.gov.co>

Organización Mundial del Comercio. (s. f.). *Organización Mundial del Comercio*. Recuperado el 20 de 03 de 2012, de sitio web de La Organización Mundial del Comercio: http://www.wto.org/spanish/tratop_s/dda_s/dda_s.htm#development

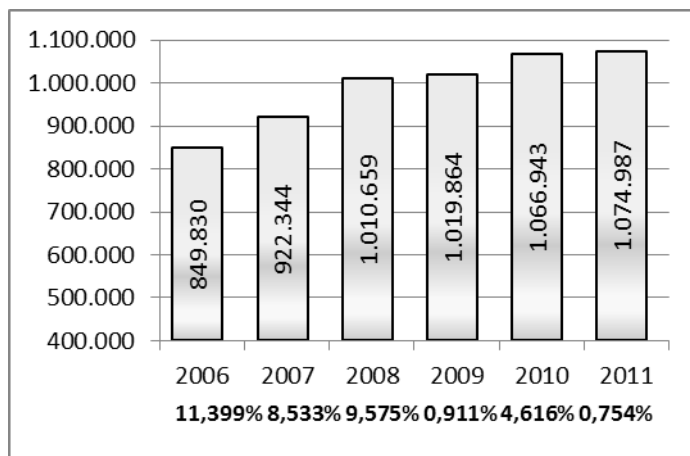
Parisi.Net.Com. *A la vanguardia en finanzas y tecnologías*. (30 de junio de 2004). Recuperado el 1 de marzo de 2012, de [http://www.parisinet.com/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=62
&Itemid=14](http://www.parisinet.com/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=62&Itemid=14)

Portafolio.co. (22 de marzo de 2012). *Portafolio.co*. Recuperado el 25 de marzo de 2012, de <http://www.portafolio.co/negocios/congreso-se-puso-al-dia-el-proyecto-ley-del-tlc>

- Sarmiento Sabogal, J. y Cayón Fallon, E. (2005). Cálculo del costo del patrimonio desapalancado. Recuperado el 20 de febrero de 2012, de <http://www.javeriana.edu.co/decisiones/Julio/JulioSarmiento.pdf>
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2007). *Capítulo XXI. Reglas relativas a la administración de riesgos de mercado*. Bogotá: Circular Básica y Financiera (Circular externa 100 de 1995).
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2009). *Capítulo II. Reglas relativas a la gestión del riesgo crediticio*. Bogotá: Circular Básica Contable y Financiera (Circular externa 100 de 1995).
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2009). *Capítulo VI. Reglas relativas al sistema de administración del riesgo de liquidez*. Bogotá: Circular Básica Contable y Financiera (Circular externa 100 de 1995).
- The Food and Agriculture Organization of the United Nations (FAO). (s. f.). *The Food and Agriculture Organization of the United Nations-FAO*. Recuperado el 27 de abril de 2012, de http://www.fao.org/index_en.htm
- United States Department of Agriculture (USDA). (s. f.). Recuperado el 26 de octubre de 2012, de http://www.nass.usda.gov/Publications/Ag_Statistics/2004/04_ch8.pdf
- RCN Radio. (s. f.). Recuperado el 26 de 08 de 2012, de <http://back.rcnradio.com/noticias/19404>
- Vélez Montes, D., Holguín Lagos, H., De la Hoz Pinzón, G. A., Durán Bobadilla, Y., Gutiérrez Ayala, I. (2008). *Dinámica de la empresa familiar pyme. "Estudio Exploratorio en Colombia"*. Bogotá: Fundes.
- Vélez Pareja, I. (2005). *Costo de capital para firmas no transadas en bolsa*. Bogotá.
- Vélez Pareja, I. (2006). *Decisiones de inversión*. Bogotá: Pontificia Universidad Javeriana.

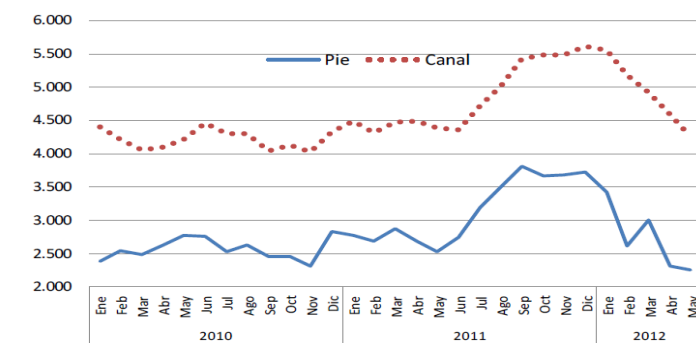
ANEXOS

Anexo 1. Producción de pollo (toneladas)



Fuente: Fenavi (2012).

Anexo 2. Evolución de precios en el canal producto (pesos por kilogramo)



Fuente: Fenaviduario.

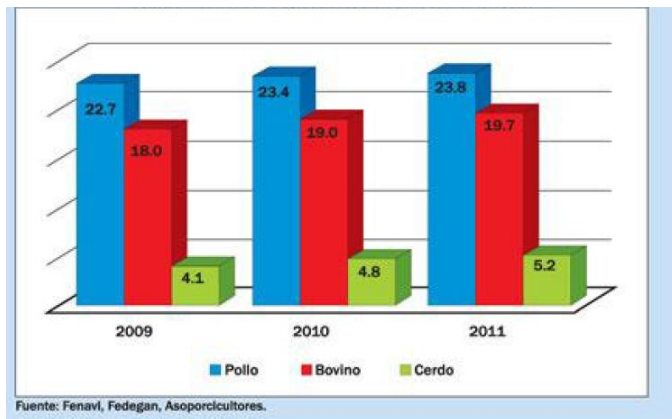
Fuente: Fenavi (2012).

Anexo 3. Margen bruto aparente (Cundinamarca, 2012)

Mes	P. en pie	Costo en granja	MBA
Abril	2.500	2536	-36
	2.300		-236
	2.400		-136
	2.000		-536
<hr/>			
Mayo	2.480	2480	0
	2.650		170
	2.100		-380
	1.900		-580
	2.080		-400

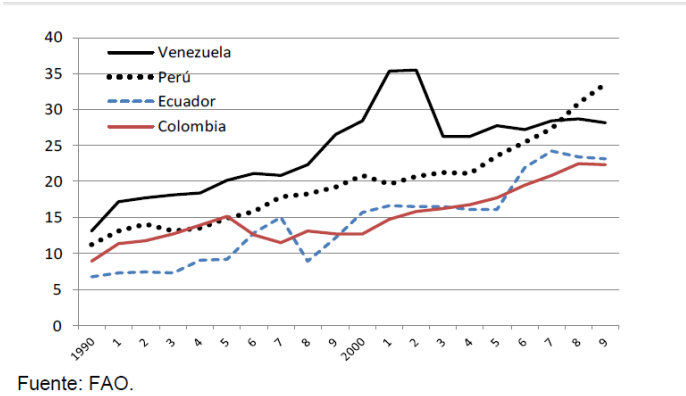
Fuente: Fenavi (2012).

Anexo 4. Consumo per cápita de carnes



Fuente: Fenavi, Fedegan, Asoórcultores.

Anexo 5. Consumo per cápita de pollo



Anexo 6. Empresas líderes en avicultura: pollo

Ranking	Razón Social	Ingresos Operacionales (millones de pesos)			Variación	
		2009	2010	2011	2010/2009	2011/2010
1	Avidesa Mac Pollo	512.980	513.819	583.602	0,16%	13,58%
2	Pimpollo	274.650	300.780	328.504	9,51%	9,22%
3	Pollos El Bucanero	209.771	248.473	303.209	18,45%	22,03%
4	Avicola El Madroño S.A	84.754	146.456	270.448	72,80%	84,66%
5	Campollo	192.575	207.069	234.837	7,53%	13,41%
6	Avidesa De Occidente	161.024	185.720	228.920	15,34%	23,26%
7	Distribuidora Avicola	146.392	146.682	178.969	0,20%	22,01%
8	Acodensa	143.921	153.403	176.680	6,59%	15,17%
9	Alimentos Friko S.A	168.442	162.499	161.640	-3,53%	-0,53%
10	Pollos Savicol S.A	119.169	118.747	141.374	-0,35%	19,05%
11	Pollo Andino	109.712	111.707	135.781	1,82%	21,55%
12	Idecampo	140.020	135.290	133.945	-3,38%	-0,99%
13	Pollo Fiesta S.A	95.125	102.704	131.821	7,97%	28,35%
14	Industrias Puropollo	104.092	103.697	123.251	-0,38%	18,86%
15	Cambulos Ltda.	72.641	78.696	95.984	8,34%	21,97%
16	Empolladora Colomb.	79.983	75.974	92.259	-5,01%	21,43%
17	Don pollo	57.630	62.928	72.064	9,19%	14,52%
18	Avicultura Tecnica	57.684	56.252	65.387	-2,48%	16,24%
19	Pollo Olimpico	55.008	52.064	58.331	-5,35%	12,04%
20	Inv. El dorado	55.128	51.869	56.496	-5,91%	8,92%
21	Pollos la granjita	56.505	54.988	55.746	-2,68%	1,38%
22	Agroindustria Uve	48.430	48.894	52.204	0,96%	6,77%
23	Avicola Miluc		37.500	45.269		20,72%
24	Ind. Alimentos Aretama	43.722	36.178	43.689	-17,25%	20,76%
25	Alimentos Del Galpón	32.795	34.921	36.845	6,48%	5,51%
26	Fabipollo Ltda.	28.782	25.719	32.012	-10,64%	24,47%
27	Comerc. de Pollos Santa Ana			31.205		29,30%
28	Procesad De Pollos Garzón	19.407	22.127	26.895	14,02%	21,55%
29	Campos E hijos S. En C.	22.450	19.938	23.071	-11,19%	15,71%
30	Ulloa Martinez Sa	17.948	17.618	19.376	-1,84%	9,98%
31	Avicultura Integal (Avinsa)	21.766	19.863	11.887	-8,74%	-40,16%
32	Tasso	10.453	9.882	11.377	-5,46%	15,13%
33	Avícola campestre	15.658	15.319	10.471	-2,17%	-31,65%
34	Avicola Oscarels		8.211	10.426		26,98%
35	Indupollo S.A	67.115	49.597	2.245	-26,10%	-95,47%

Fuente: Fenavi (2012).

Anexo 7. Empresas líderes: pollo

<i>(Millones de pesos)</i>	<i>Utilidad Neta: (Utilidad Operacional + Ingresos no Operacionales - Gastos no Operacionales)</i>			
Ranking	Razón Social	2009	2010	2011
1	Avidesa Mac Pollo	24.376	26.845	12.141
2	Pollos Savicol S.A	5.357	5.414	5.461
3	Pollos El Bucanero	8.138	7.285	5.015
4	Avidesa de Occidente	7.893	9.322	4.833
5	Pollo Andino	4.081	1.602	4.428
6	Campollo	9.754	4.178	4.212
7	Distribuidora Avicoa	2.321	2.980	3.517
8	Acodensa	3.928	4.324	2.972
9	Empolladora Colomb.	2.988	1.887	2.772
10	Inv. El Dorado	4.794	3.568	2.433
11	Pollo Olímpico	3.562	2.694	1.829
12	Avicultura Tecnica	298	-140	1.566
13	Industrias Puropollo	-294	-4.411	1.135
14	Alimentos Del Galpón	239	1.039	1.109
15	Pollo Fiesta S.A	1.858	2.115	1.029
16	Procesad De Pollos Garzón	341	502	871
17	Fabipollo Ltda.	436	592	558
18	Agroindustria Uve	579	147	399
19	Campos e Hijos S. En C.	429	326	275
20	Don Pollo	944	637	255
21	Cambulos Ltda.	1.511	2.649	242
22	Ulloa Martinez S.A	-815	-619	106
23	Tasso	120	200	88
24	Aviocola Oscarels		27	80
25	Comerc. De Polos Santa Ana			53
26	Aviocola Miluc		612	13
27	Avicola El Madroña S.A	1.299	1.985	3
28	Avicola Campestre	-10	-18	-11
29	Indupollo S.A	1.213	1.740	-42
30	Avicultura Integral (Avinsa)	76	-759	-584
31	Pollos La Granjita	-477	-2.859	-1.093
32	Ind. Alimnetos Aretama	859	390	-3.501
33	Alimentos Friko S.A	13.072	5.868	-4.936
34	Idecampo	1.134	703	-5.767
35	Pimpollo	2.215	-4.301	-22.171

Fuente: Fenavi (2012).

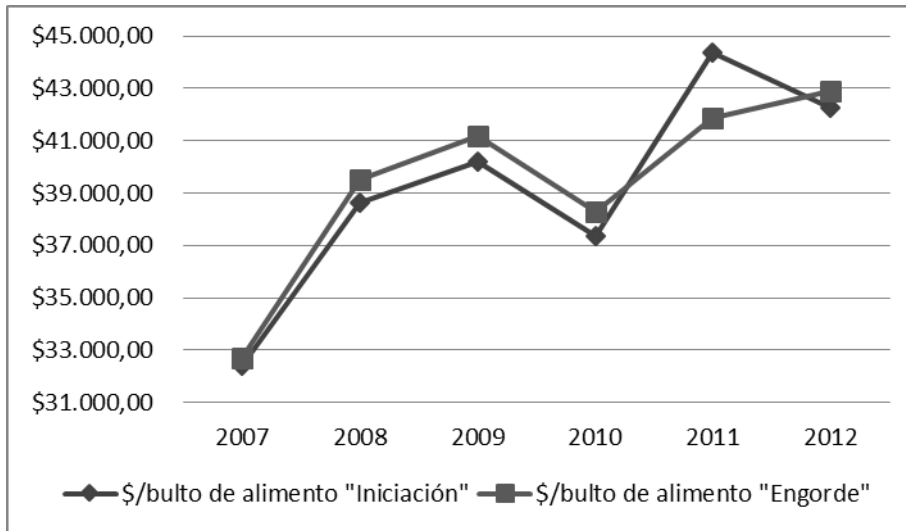
Anexo 8. Cantidad de toneladas de pollo que entrarán a Colombia con el TLC

<u>Año</u>	<u>Cantidad</u>
	(Tons. Métricas)
1	27.040
2	28.122
3	29.246
4	30.416
5	31.633
6	32.898
7	34.214
8	35.583
9	37.006
10	38.486
11	40.026
12	41.627
13	43.292
14	45.024
15	46.825
16	48.698
17	50.645
18	Ilimitado

Fuente: Párrafo 6 del Apéndice I de las Notas Generales de Colombia. www.tlc.gov.co

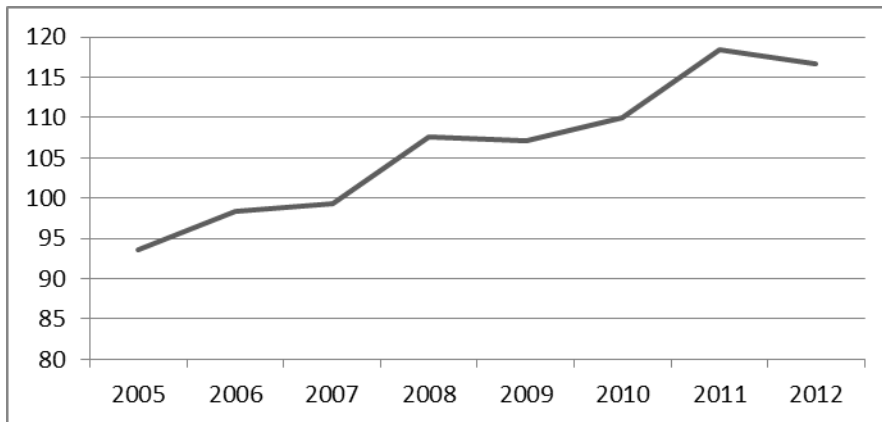
Fuente: párrafo 6 del Apéndice I de las Notas Generales de Colombia (Tomado de www.tlc.gov.co)

Anexo 9. Precio bulto (40 kg) de alimento para OCASO



Fuente: elaboración propia con base en datos ofrecidos por la empresa objeto de estudio.

Anexo 10. IPP - Consumo intermedio



Fuente: Banco de la República.

Anexo 11. Elasticidad ingreso de la demanda 2011-2010

% CAMBIOS INGRESO=	$\frac{\text{Cambios Ingreso 2011-2010}}{\text{Promedio ingreso 2010 y 2011}}$	*	100
% CAMBIOS INGRESO=	$\frac{1.424.437}{12660185,34}$	*	100
% CAMBIOS \$ Ing=	11,2513126		
% CAMBIO CANTIDAD =	$\frac{\text{Cambios demanda pollo 2011-2010}}{\text{Demanda promedio 2010 y 2011}}$	*	100
% CAMBIO CANTIDAD =	$\frac{10.232}{1005373,893}$	*	100
% CAMBIO Q cant =	1,017684573		
Elasticidad Ing-Demanda=	$\frac{\% \text{ CAMBIOS Q}}{\% \text{ CAMBIOS EN EL \$}}$	=	$\frac{1,017684573}{11,2513126}$
Elasticidad Ing-Demanda=	0,090450298		

Fuente: elaboración propia.

Anexo 12. Producto interno bruto total y por habitante (a previos corrientes), metodología año base 2005

Año	Total			Por habitante		
	Miles de Millones de pesos	Variación porcentual	Millones de Dolares	Pesos	Variación anual %	Dólares
2000	208.531	-	99.899	5.175.036	-	2.479
2001	225.851	8,31	98.206	5.533.727	6,93	2.406
2002	245.323	8,62	97.818	5.935.881	7,27	2.367
2003	272.345	11,01	94.646	6.507.808	9,64	2.262
2004	307.762	13	117.188	7.263.936	11,62	2.766
2005	340.156	10,53	146.570	7.931.153	9,19	3.417
2006	383.898	12,86	162.808	8.844.362	11,51	3.751
2007	431.072	12,29	207.411	9.813.388	10,96	4.722
2008p	480.087	11,37	244.163	10.800.329	10,06	5.493
2009p	504.647	5,12	234.035	11.219.656	3,88	5.203
2010p	543.747	7,75	286.501	11.947.967	6,49	6.295
2011p	615.727	13,24	333.155	13.372.404	11,92	7.235

(p) Provisional.

Nota: Para las series de PIB en dólares se utiliza la serie de "tasa de cambio nominal promedio".

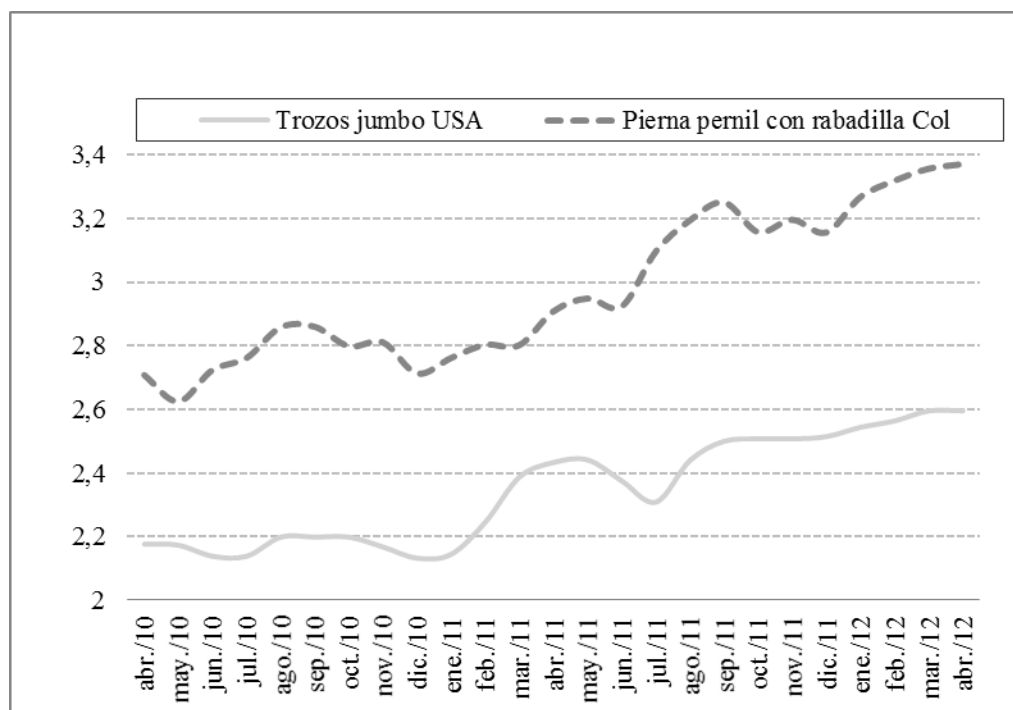
Fuente: DANE - Dirección de Síntesis y Cuentas Nacionales y Banco de la República, Estudios Económicos Cálculos Banco de la República - Cuentas Financieras.

Anexo 13. Contingentes arancelarios materias primas

Año	Desgravación N			Desgravación A			Arancel (tasa base 10%)
	Contingente TM	Arancel intra	Arancel extra (tasa base 25,0%)	Contingente TM	Arancel intra	Arancel extra (tasa base 25,0%)	
2012	2.100.000	0,00%	22,90%	21.000	0,00%	22,90%	9,20%
2013	2.205.000		20,80%	22.050		20,80%	8,30%
2014	2.315.250		18,80%	23.153		18,80%	7,50%
2015	2.431.013		16,70%	24.310		16,70%	6,70%
2016	2.552.563		14,60%	25.526		14,60%	5,80%
2017	2.680.191		12,50%	26.802		12,50%	5,00%
2018	2.814.201		10,40%	28.142		10,40%	4,20%
2019	2.954.911		8,30%	29.549		8,30%	3,30%
2020	3.102.656		6,30%	31.027		6,30%	2,50%
2021	3.257.789		4,20%	32.578		4,20%	1,70%
2022	3.420.679		2,10%	34.207		2,10%	0,80%
2023	Ilimitado		0,00%	Ilimitado		0,00%	0,00%

Fuente: Fenavi (2012).

Anexo 14. Precio de pierna pernil con rabadilla puesta en Bogotá (US\$/Kg)



Fuente: Fenavi (2012).

Anexo 15. Análisis vertical del balance general de OCASO S, 2008-2011

OCASO S. EN C. BALANCE GENERAL A DICIEMBRE 31 DE		2008	2009	2010	2011			
NOTA	ANALISIS VERTICAL		ANALISIS	ANALISIS	ANALISIS			
ACTIVO CORRIENTE								
DISPONIBLE	23,28%	269.611.190	25,15%	373.205.283	19,17%	354.054.692	23,20%	447.938.876
INVERSIONES	0,00%		0,00%		0,10%	1.801.153	0,04%	732.751
ANTICIPO IMPUESTOS Y CONTRIBUCIONES	11,18%	129.467.000	12,07%	179.082.320	14,42%	266.221.271	19,35%	373.608.249
INVENTARIOS	10,55%	122.120.600	8,50%	126.078.000	16,98%	313.560.088	13,40%	258.749.407
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	45,01%	521.198.790	45,72%	678.365.603	50,66%	935.637.204	55,98%	1.081.029.283
ACTIVO FIJO								
PROPIEDAD PLANTA Y EQUIPO	54,99%	636.742.857	54,28%	805.428.571	43,34%	911.114.286	44,02%	850.010.656
TOTAL ACTIVO	100,00%	1.157.941.647	100,00%	1.483.794.174	100,00%	1.846.751.490	100,00%	1.931.039.939
PASIVO								
PASIVO CORRIENTE								
OBLIGACIONES FINANCIERAS	0,00%		5,39%	80.000.000	1,73%	32.000.000	4,84%	93.469.262
PROVEEDORES	0,00%		5,04%	74.723.000	0,11%	31.863.000	0,10%	1.931.831
CUENTAS POR PAGAR	0,11%	1.325.336	0,53%	1.655.068	0,39%	7.135.609	0,40%	7.807.567
OBLIGACIONES LABORALES	6,25%	72.403.948	7,33%	108.730.831	7,64%	141.118.954	3,42%	176.623.449
PROVISION PARA OBLIGACIONES FISCALES	0,00%		0,00%		0,49%	3.059.000	17,91%	66.000.000
OTRAS OBLIGACIONES								
TOTAL PASIVO	7,05%	81.606.161	18,45%	273.826.789	12,09%	223.215.303	17,91%	345.832.109
PATRIMONIO								
CAPITAL DE PERSONAS NATURALES Y VALORIZACIONES	78,50%	909.034.564	64,33%	963.392.653	72,76%	1.343.658.031	62,74%	1.211.575.857
RESERVA	0,00%		0,42%	6.291.564	0,33%	6.147.689	0,39%	19.168.269
RESULTADOS DEL EJERCICIO	14,45%	167.300.922	16,19%	240.283.162	87,91%	273.730.467	82,09%	354.463.704
TOTAL PATRIMONIO	92,95%	1.076.335.486	81,55%	1.209.967.385	87,91%	1.623.536.187	82,09%	1.585.207.830
TOTAL PASIVO MÁS PATRIMONIO	100,00%	1.157.941.647	100,00%	1.483.794.174	100,00%	1.846.751.490	100,00%	1.931.039.939

Fuente: elaboración propia con base en datos proporcionados por la empresa.

Anexo 16. Análisis horizontal del balance general de OCASO S en C, 2008-2011

OCASO S. EN C. BALANCE GENERAL A DICIEMBRE 31 DE		2008	2009	2010	2011			
NOTA				ANALISIS HORIZONTAL	ANALISIS HORIZONTAL	ANALISIS HORIZONTAL		
	ACTIVO CORRIENTE							
	DISPONIBLE	269.611.190	373.205.283	38,42%	354.054.632	-5,13%	447.938.876	26,52%
	INVERSIONES	0	0		1.801.153		732.751	-59,32%
1	ANTICIPO IMPUESTOS Y CONTRIBUCIONES	129.467.000	179.082.320	38,32%	266.221.271	48,66%	373.608.249	40,34%
2	INVENTARIOS	122.120.600	126.078.000	3,24%	313.560.088	148,70%	258.749.407	-17,48%
	TOTAL ACTIVO CORRIENTE	521.198.790	678.365.603	30,15%	935.637.204	37,93%	1.081.029.283	15,54%
		0	0		0		0	
3	ACTIVO FIJO	0	0		0		0	
	PROPIEDAD PLANTA Y EQUIPO	636.742.857	805.428.571	26,49%	911.114.286	13,12%	850.010.656	-6,71%
		0	0		0		0	
	TOTAL ACTIVO	1.157.941.647	1.483.794.174	28,14%	1.846.751.490	24,46%	1.931.039.939	4,56%
		0	0		0		0	
	PASIVO	0	0		0		0	
	PASIVO CORRIENTE	0	0		0		0	
	OBLIGACIONES FINANCIERAS	0	80.000.000		32.000.000	-60,00%	0	-100,00%
	PROVEEDORES	0	74.723.000		31.863.000	-57,36%	93.469.262	193,35%
4	CUENTAS POR PAGAR	1.325.336	1.655.068	24,88%	2.038.740	23,18%	1.931.831	-5,24%
	OBLIGACIONES LABORALES	7.876.877	8.717.890	10,68%	7.135.609	-18,15%	7.807.567	9,42%
	PROVISION PARA OBLIGACIONES FISCALES	72.403.948	108.730.831	50,17%	141.118.954	29,79%	176.623.449	25,16%
	OTRAS OBLIGACIONES	0	0		9.059.000		66.000.000	628,56%
		0	0		0		0	
	TOTAL PASIVO	81.606.161	273.826.789	235,55%	223.215.303	-18,48%	345.832.109	54,93%
		0	0		0		0	
5	PATRIMONIO	0	0		0		0	
	CAPITAL DE PERSONAS NATURALES Y VALORIZACIONES	909.034.564	963.392.659	5,98%	1.343.658.031	39,47%	1.211.575.857	-9,83%
	RESERVA	0	6.291.564		6.147.689	-2,29%	19.168.269	211,80%
	RESULTADOS DEL EJERCICIO	167.300.922	240.283.162	43,62%	273.730.467	13,92%	354.463.704	29,49%
	TOTAL PATRIMONIO	1.076.335.486	1.209.967.385	12,42%	1.623.536.187	34,18%	1.585.207.830	-2,36%
	TOTAL PASIVO MÁS PATRIMONIO	1.157.941.647	1.483.794.174	28,14%	1.846.751.490	24,46%	1.931.039.939	4,56%

Fuente: elaboración propia con base en datos proporcionados por la empresa.

Anexo 17. Análisis vertical del estado de resultados de OCASO S en C, 2008-2011

OCASO S. EN C.								
ESTADO DE RESULTADOS								
DE 1° ENERO A 31 DE DICIEMBRE DE								
	2008	ANALISIS VERTICAL	2009	ANALISIS VERTICAL	2010	ANALISIS VERTICAL	2011	ANALISIS VERTICAL
INGRESOS POR CRÍA DE AVES	3.144.074.234	100,00%	4.278.345.361	100,00%	4.721.325.178	100,00%	5.698.627.203	100,00%
TOTAL INGRESOS OPERACIONALES	3.144.074.234	100,00%	4.278.345.361	100,00%	4.721.325.178	100,00%	5.698.627.203	100,00%
TOTAL COSTOS CRÍA AVES	2.793.460.738	88,85%	3.840.149.359	89,76%	4.203.732.496	89,04%	4.993.441.213	87,63%
UTILIDAD O (PÉRDIDA) BRUTA	350.613.496	11,15%	438.196.002	10,24%	517.592.682	10,96%	705.185.990	12,37%
GASTOS DE PERSONAL	95.826.846	3,05%	78.159.845	1,83%	72.532.037	1,54%	95.129.816	1,67%
CONTRIBUCIONES Y AFILIACIONES	503.200	0,02%	516.500	0,01%	563.400	0,01%	766.500	0,01%
SERVICIOS	5.914.650	0,19%	2.843.805	0,07%	7.095.395	0,15%	26.778.223	0,47%
DIVERSOS	97.200	0,00%	104.500	0,00%	131.000	0,00%	2.130.744	0,04%
MANTENIMIENTO Y REPARACIONES					3.044.692	0,06%	18.849.841	0,33%
DEPRECIACIÓN	30.300.000	0,96%	\$ 44.400.000	1,04%	47.900.000	1,01%	41.300.000	0,72%
GASTOS OPERACIONALES	132.641.896	4,22%	126.024.650	2,95%	131.267.124	2,78%	184.955.124	3,25%
UTILIDAD OPERACIONAL	217.971.600	6,93%	312.171.352	7,30%	386.325.558	8,18%	520.230.866	9,13%
INGRESOS NO OPERACIONALES	480.790	0,02%	161.062	0,00%	134.227	0,00%	33.242	0,00%
INGRESOS POR TRANSPORTE DE CARGA	18.060.000	0,57%	39.492.000	0,92%	29.093.000	0,62%	12.860.850	0,23%
ADMINISTRACION Y ASESORIAS	5.356.000	0,17%	6.252.490	0,15%	6.654.105	0,14%	5.939.058	0,10%
TOTAL OTROS INGRESOS	23.896.790		45.905.552		35.881.332		18.833.150	
GASTOS NO OPERACIONALES	2.163.520	0,07%	9.062.911	0,21%	7.357.469	0,16%	7.976.863	0,14%
UTILIDAD O (PÉRDIDA) DEL EJERCICIO	239.704.870	7,62%	349.013.993	8,16%	414.849.421	8,79%	531.087.153	9,32%
IMPUESTO DE RENTA	72.403.948	2,30%	108.730.831	2,54%	141.118.954	2,99%	176.623.449	3,10%
UTILIDAD O (PÉRDIDA) NETA	167.300.922	5,32%	240.283.162	5,62%	273.730.467	5,80%	354.463.704	6,22%

Fuente: elaboración propia con base en datos proporcionados por la empresa.

Anexo 18. Análisis horizontal del estado de resultados de OCASO S en C, 2008-2011

OCASO S. EN C. ESTADO DE RESULTADOS DE 1° ENERO A 31 DE DICIEMBRE DE		2008	2009	ANALISIS HORIZON	2010	ANALISIS HORIZON	2011	ANALISIS HORIZON
	NOTA							
INGRESOS POR CRIA DE AVES	1.	3.144.074.234	4.278.345.361	36,08%	4.721.325.178	10,35%	5.698.627.203	20,70%
TOTAL INGRESOS OPERACIONALES		3.144.074.234	4.278.345.361	36,08%	4.721.325.178	10,35%	5.698.627.203	20,70%
TOTAL COSTOS CRIA AVES	2.	2.793.460.738	3.840.149.359	37,47%	4.203.732.496	9,47%	4.993.441.213	18,79%
UTILIDAD O (PÉRDIDA) BRUTA		350.613.496	438.196.002	24,98%	517.592.682	18,12%	705.185.990	36,24%
GASTOS DE PERSONAL	3.	95.826.846	78.159.845	-18,44%	72.532.037	-7,20%	95.129.816	31,16%
CONTRIBUCIONES Y AFILIACIONES		503.200	516.500	2,64%	563.400	9,08%	766.500	36,05%
SERVICIOS		5.914.650	2.843.805	-51,92%	7.095.995	149,52%	26.778.223	277,37%
DIVERSOS		97.200	104.500	7,51%	131.000	25,36%	2.130.744	1526,52%
MANTENIMIENTO Y REPARACIONES	4.				3.044.632		18.849.841	519,11%
DEPRECIACIÓN		\$ 30.300.000	\$ 44.400.000	46,53%	47.900.000	7,88%	41.300.000	-13,78%
GASTOS OPERACIONALES		\$ 132.641.896	\$ 126.024.650	-4,99%	131.267.124	4,16%	184.955.124	40,90%
UTILIDAD OPERACIONAL		217.971.600	312.171.352	43,22%	386.325.558	23,75%	520.230.866	34,66%
INGRESOS NO OPERACIONALES	5.	480.790	161.062	-66,50%	134.227	-16,66%	33.242	-75,23%
INGRESOS POR TRANSPORTE DE	6.	18.060.000	39.492.000	118,67%	29.093.000	-26,33%	12.860.850	-55,79%
ADMINISTRACION Y ASESORIAS	7.	5.356.000	6.252.490	16,74%	6.654.105	6,42%	5.939.058	-10,75%
TOTAL OTROS INGRESOS		23.896.790	45.905.552	92,10%	35.881.332	-21,84%	18.833.150	-47,51%
GASTOS NO OPERACIONALES		2.163.520	9.062.911	318,90%	7.357.469	-18,82%	7.976.863	8,42%
UTILIDAD O (PÉRDIDA) DEL EJERCICIO		239.704.870	349.013.993	45,60%	414.849.421	18,86%	531.087.153	28,02%
IMPUESTO DE RENTA		72.403.948	108.730.831	50,17%	141.118.954	29,79%	176.623.449	25,16%
UTILIDAD O (PÉRDIDA) NETA		167.300.922	240.283.162	43,62%	273.730.467	13,92%	354.463.704	29,49%

Fuente: elaboración propia con base en datos proporcionados por la empresa.