



**INVESTIGACIÓN**  
**ANÁLISIS DE CRECIMIENTO SOSTENIBLE EN LA ORGANIZACIÓN**  
**HARINERA DEL VALLE S. A. HORIZONTE 2015 - 2019**

**MARITZA ALEJANDRA ORTEGA SEPÚLVEDA**

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA**  
**FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS**  
**Y ADMINISTRATIVAS**  
**MAESTRIA EN FINANZAS**  
**SANTIAGO DE CALI**

**2022**

**INVESTIGACIÓN**  
**ANÁLISIS DE CRECIMIENTO SOSTENIBLE EN LA ORGANIZACIÓN**  
**HARINERA DEL VALLE S. A. HORIZONTE 2015 - 2019**

**MARITZA ALEJANDRA ORTEGA SEPÚLVEDA**

**TRABAJO DE GRADO COMO REQUISITO PARCIAL PARA OPTAR AL**  
**TITULO DE MAGISTER EN FINANZAS**

**DIRECTOR.**

**DIEGO ALEJANDRO PELÁEZ CADENA**

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA**  
**FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS**  
**Y ADMINISTRATIVAS**  
**MAESTRIA EN FINANZAS**  
**SANTIAGO DE CALI**

**2022**

Santiago de Cali, 17 de marzo de 2022

Doctor  
Silvio Borrero Caldas  
Decano  
Facultad De Ciencias Económicas y Administrativas  
Pontificia Universidad Javeriana  
La Ciudad

Por medio de la presente estoy entregando a usted el Trabajo de Grado cuyo título es “**Análisis de crecimiento sostenible en la organización Harinera Del Valle S.A. horizonte 2015-2019**”.

Espero que este trabajo cumpla con los requisitos académicos exigidos y que alcance el propósito para el cual fue elaborado.

Atentamente

*Maritza A. Ortega S.*  
Maritza Alejandra Ortega Sepulveda  
Nombre y apellido del estudiante  
Código 0061851

Santiago de Cali, 17 de marzo de 2022

Doctor  
Silvio Borrero Caldas  
Decano  
Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas  
Pontificia Universidad Javeriana  
La Ciudad

Por medio de la presente me permito comunicarle, que en mi calidad de director de trabajo de grado he leído detenidamente el informe final del estudio titulado “**Análisis de crecimiento sostenible en la organización Harinera Del Valle S.A. horizonte 2015-2019**”, realizado por la estudiante de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas de la Universidad Javeriana Maritza Alejandra Ortega Sepulveda código 0061851, y considero que cumple con todos los requisitos requeridos para ser presentada a evaluación.

Atentamente



---

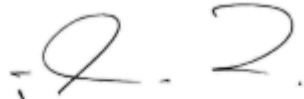
Diego Alejandro Peláez Cadena  
Director del Trabajo de Grado

ARTÍCULO 23 de la resolución N° 13 de julio 6 de 1946

“La Universidad no se hace responsable por los conceptos emitidos por sus alumnos en sus trabajos de Tesis. Sólo velará porque no se publique nada contrario al dogma y a la moral católica y porque la Tesis no contenga ataques o polémicas puramente personales; antes bien, se vea en ellas al anhelo de buscar la Verdad y la Justicia”.

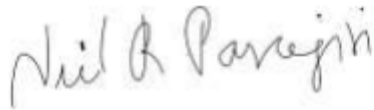
## NOTA DE ACEPTACIÓN

“Análisis de crecimiento sostenible en la Organización Harinera del Valle, horizonte 2015-2019” Aprobado por el Comité de Trabajos de Grado en cumplimiento de los requisitos exigidos por la Pontificia Universidad Javeriana para optar por el título de Magíster en Finanzas.



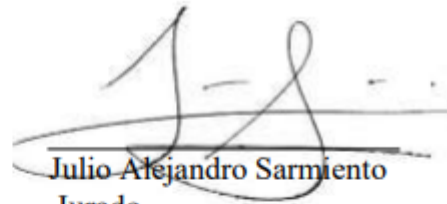
---

Silvio Borrero Caldas  
Decano  
Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas



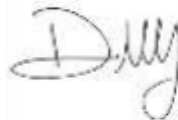
---

Neil Ramaswami Paragiri  
Director Maestría en Finanzas



---

Julio Alejandro Sarmiento  
Jurado



---

Diego Alejandro Peláez Cadena  
Director del Trabajo de Grado

Santiago de Cali, 9 de marzo de 2022

## **DEDICATORIA**

Dedico este trabajo con todo amor y cariño a mis padres, por su apoyo incondicional, por llenar mi vida con valores que me han permitido desarrollarme y ser un buen ser humano.

A todas las personas cercanas que me impulsaron a seguir adelante a no desfallecer.

A mi tutor Diego Alejandro Peláez Cadena por su paciencia y orientación para poder culminar satisfactoriamente mi proceso académico.

A mi universidad Javeriana de la que me siento orgullosa de pertenecer, por sus lemas que siempre llevo en alto “Javeriano apoya a Javeriano” y “formamos a los mejores para el mundo”.

*Maritza Alejandra Ortega Sepúlveda*

## **AGRADECIMIENTOS**

Agradezco a Dios por llevarme siempre de la mano por los mejores caminos, por darme salud y vida para poder desarrollar mis proyectos.

A mis padres quienes son el motor de mi vida y mi mayor inspiración, que a través de su amor, paciencia y buenos valores me ayudan forjarme personal y profesionalmente.

Y por supuesto a la Universidad Javeriana y a todas las autoridades, por permitirme concluir una etapa más de mi vida, gracias por la paciencia, orientación y guiarme en el desarrollo de esta investigación.

*Maritza Alejandra Ortega Sepúlveda*

## TABLA DE CONTENIDO

<b>INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>20</b>
<b>1 PROBLEMA .....</b>	<b>22</b>
<b>1.1 Aproximación.....</b>	<b>22</b>
<b>1.2 Antecedentes del Problema.....</b>	<b>22</b>
<b>1.3 Sistematización del problema.....</b>	<b>25</b>
<b>1.4 JUSTIFICACIÓN.....</b>	<b>26</b>
<b>1.5 OBJETIVOS .....</b>	<b>28</b>
<b>1.5.1 Objetivo general .....</b>	<b>28</b>
<b>1.5.2 Objetivos específicos .....</b>	<b>28</b>
<b>2 MARCO TEÓRICO .....</b>	<b>29</b>
<b>2.1 Definición de la tasa de crecimiento interno .....</b>	<b>31</b>
<b>2.2 Definición de la tasa de crecimiento sostenible o sustentable.....</b>	<b>31</b>
<b>2.3 Aspectos generales del análisis .....</b>	<b>32</b>
Política Financiera.....	35
La rotación de los activos .....	35
<b>2.4 BENCHMARKING COMPETITIVO .....</b>	<b>36</b>
<b>2.5 Análisis vertical.....</b>	<b>36</b>

<b>2.6</b>	<b>Análisis Horizontal</b> .....	<b>37</b>
<b>2.7</b>	<b>Razón corriente</b> .....	<b>37</b>
<b>2.8</b>	<b>Prueba acida</b> .....	<b>37</b>
<b>2.9</b>	<b>Margen bruto</b> .....	<b>38</b>
<b>2.10</b>	<b>Margen Operacional</b> .....	<b>38</b>
<b>2.11</b>	<b>Margen de utilidad</b> .....	<b>38</b>
<b>2.12</b>	<b>Días de inventario</b> .....	<b>39</b>
<b>2.13</b>	<b>Días de cuentas por cobrar</b> .....	<b>39</b>
<b>2.14</b>	<b>Rendimiento sobre activos (ROA)</b> .....	<b>39</b>
<b>2.15</b>	<b>Rendimiento sobre capital (ROE)</b> .....	<b>39</b>
<b>2.16</b>	<b>Sistema DuPont</b> .....	<b>40</b>
<b>2.17</b>	<b>Free cash Flow (Flujo de Caja Libre)</b> .....	<b>40</b>
<b>2.18</b>	<b>Equity Cash Flow (Flujo de caja para el inversionista)</b> .....	<b>40</b>
<b>2.19</b>	<b>Flujo de caja</b> .....	<b>41</b>
<b>2.20</b>	<b>Tasa de descuento (WACC)</b> .....	<b>42</b>
<b>2.21</b>	<b>Valor actual Neto (VPN)</b> .....	<b>43</b>
<b>2.22</b>	<b>Tasa interna de Retorno (TIR)</b> .....	<b>43</b>
<b>2.22.1</b>	<b>Observaciones</b> .....	<b>43</b>
<b>2.23</b>	<b>Periodo de pago o de recupero (Playback)</b> .....	<b>43</b>

2.24	Valor económico agregado (EVA)	44
3	DISEÑO METODOLÓGICO	44
3.1	Tipo de estudio	44
3.2	Método	45
3.2.1	Método Deductivo	45
3.3	Unidad de Análisis	46
	Instrumentos de investigación	47
3.4	Técnicas para la recolección de datos	47
3.4.1	Observación estructurada	47
3.4.2	Entrevista focalizada	47
3.4.3	Revisión documental	48
3.5	Tipo de Información	48
3.5.1	Información Primaria	48
3.5.2	Grupos focales	49
3.5.3	Entrevista cara a cara	49
3.5.4	Investigación etnográfica	50
3.6	Investigación Secundaria	50
3.6.1	Fuentes públicas	50
3.6.2	Fuentes comerciales	50

3.6.3	Instituciones educativas .....	51
3.7	Antecedentes de la investigación .....	51
3.7.1	Trabajos de Grado Internacionales.....	51
4	RESULTADOS .....	52
4.1	DESCRIPCIÓN DEL SECTOR Y LA COMPETENCIA .....	52
4.1.1	Harinera del Valle S.A.....	52
4.1.2	Misión.....	53
4.1.3	Visión.....	53
4.2	Estados financieros Harinera del Valle S.A. del 2015 – 2019.....	54
4.3	Caracterización del Sector económico.....	56
4.4	ANÁLISIS DEL SECTOR. ....	57
4.4.1	Índice de producción real.....	59
4.4.2	Índice de ventas reales del sector panificador .....	60
4.4.3	Estructura de costos.....	61
4.4.4	Análisis del comercio internacional.....	63
4.4.5	Análisis del mercado .....	65
4.5	Estructura de Capital y Diagnostico financiero Harinera del Valle S.A.....	68
4.5.1	ESTRUCTURA DE CAPITAL.....	68
4.6	Análisis Vertical.....	76

<b>4.7</b>	<b>Análisis Horizontal</b> .....	<b>80</b>
<b>4.8</b>	<b>INDICADORES</b> .....	<b>83</b>
4.8.2	Razón Deuda patrimonio.....	85
4.8.3	Razón Deudas Totales.....	85
4.8.4	Composición de endeudamiento .....	85
4.8.5	Inmovilización de recursos no corrientes.....	85
4.8.6	Inmovilización del patrimonio .....	85
4.8.7	Rentabilidad Bruta.....	86
4.8.8	Rentabilidad operativa del activo.....	86
4.8.9	Rentabilidad del activo antes de Impuestos.....	86
4.8.10	Rentabilidad neta del activo.....	87
4.8.11	Rentabilidad del patrimonio antes de impuestos .....	87
4.8.12	Rentabilidad neta del patrimonio .....	87
4.8.13	Margen Bruto .....	87
4.8.14	Margen operativo .....	87
4.8.15	Margen antes de impuestos .....	87
4.8.16	Margen Neto .....	87
<b>4.9</b>	<b>CALCULO DEUDA HARINERA DEL VALLE</b> .....	<b>88</b>
4.9.1	Rendimiento Operativo del Activo (ROA).....	89

4.9.2	Rendimiento sobre el capital propio (RSP o ROE).....	89
4.9.3	Contribución Financiera (CF). .....	90
4.9.4	Costo de la deuda (ID o Ki).....	90
4.9.5	Deuda/Patrimonio .....	90
4.10	INDICADORES EXTERNOS Y UTILIDAD OPERACIONAL.....	90
4.10.1	Gastos de Administración y Ventas.....	91
4.10.2	Tasa libre de Riesgo .....	91
4.10.3	Prima de riesgo del mercado.....	92
4.10.4	Tasa de impuesto .....	92
4.10.5	Costo de capital propio (Ke).....	92
4.10.6	Costo promedio ponderado (Wacc o Ko).....	92
4.11	DIAGNOSTICO FINANCIERO .....	92
4.11.1	CALCULO VALOR ECONÓMICO AGREGADO (EVA).....	93
4.11.2	DIAGNOSTICO.....	96
4.12	POLÍTICA DE DIVIDENDOS .....	97
4.12.1	Pago de dividendos en Colombia. ....	97
4.12.2	Art. 155 Código de Comercio.....	97
4.12.3	Art. 156 Código de Comercio.....	98
4.12.4	Valor nominal de la acción.....	98

4.12.5	Acciones en circulación.....	98
4.12.6	Tasa de retención .....	99
4.12.7	Residuo disponible .....	99
4.12.8	Dividendo por acción .....	99
4.12.9	Utilidad por acción (UPA).....	99
4.12.10	Razón pago dividendos (RPD).....	100
4.12.11	Precio estimado de la acción.....	100
4.13	Análisis Tasa interna de Crecimiento Vs Tasa de crecimiento sostenible.....	101
4.13.1	TASA INTERNA DE CRECIMIENTO (TIC).....	101
4.13.2	TASA DE CRECIMIENTO SOSTENIBLE (TCS). .....	102
4.14	Comparación TIC Vs TCS.....	104
4.14.1	Tasa Interna de Crecimiento (TIC) VS Tasa de crecimiento sostenible.	
	105	
5	CONCLUSIONES .....	107
6	RECOMENDACIONES .....	115
	ANEXOS .....	120

## ÍNDICE DE GRÁFICOS.

GRÁFICO 1. FLUJOGRAMA DE CRECIMIENTO ACTIVOS CORRIENTES.....	33
GRÁFICO 2. FLUJOGRAMA DE CRECIMIENTO ACTIVOS A LARGO PLAZO .....	34
GRÁFICO 3. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN REAL .....	59
GRÁFICO 4. ÍNDICE DE VENTAS REALES.....	60
GRÁFICO 5. PRECIO INTERNACIONAL DE LOS CEREALES .....	61
GRÁFICO 6. PRODUCCIÓN DE MOLINERÍA, MALTA ALMIDÓN Y FÉCULA .....	62
GRÁFICO 7. EXPORTACIONES A BASE DE CEREALES, HARINA Y LECHE.....	63
GRÁFICO 8. IMPORTACIONES A BASE DE CEREALES, HARINA Y LECHE .....	64
GRÁFICO 9. ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA.....	76
GRÁFICO 10. ACTIVOS CORRIENTES .....	77
GRÁFICO 11. ACTIVOS NO CORRIENTES .....	77
GRÁFICO 12. PASIVOS CORRIENTES.....	78
GRÁFICO 13. PASIVOS NO CORRIENTES .....	79
GRÁFICO 14. PATRIMONIO .....	79
GRÁFICO 15. ANÁLISIS HORIZONTAL, ACTIVOS CORRIENTES .....	80
GRÁFICO 16. ACTIVOS NO CORRIENTES .....	81
GRÁFICO 17. PASIVOS CORRIENTES.....	81
GRÁFICO 18. PASIVOS NO CORRIENTES .....	82
GRÁFICO 19. PATRIMONIO .....	83
GRÁFICO 20. ÁRBOL DE RENTABILIDAD O ÍNDICE DUPONT .....	95

## ÍNDICE DE TABLAS.

TABLA 1. ESTRUCTURA COSTO PROMEDIO PONDERADO.....	42
TABLA 2. ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA 2019 - 2015. ....	55
TABLA 3. ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES 2019 – 2015.....	56
TABLA 4. ESTADOS FINANCIEROS DEL 2019 DE LAS 10 EMPRESAS MÁS REPRESENTATIVAS DEL SECTOR DE LA INDUSTRIA PANIFICADORA - ESTADO DE RESULTADOS .....	57
TABLA 5. ESTADOS FINANCIEROS DEL 2019 DE LAS 10 EMPRESAS MÁS REPRESENTATIVAS .....	58
TABLA 6. SITUACIÓN DE HARINERA DEL VALLES S.A. FRENTE A LAS DEMÁS EMPRESAS DEL SECTOR, DE ACUERDO A ALGUNOS INDICADORES .....	58
TABLA 7. ESTRUCTURA DE CAPITAL HARINERA DEL VALLE S.A.....	68
TABLA 8, KO, KE, KI.....	70
TABLA 9. APALANCAMIENTO FINANCIERO .....	70
TABLA 10. COMPARACIÓN KE, KO, KI.....	71
TABLA 11. RIESGO ECONÓMICO.....	71
TABLA 12. ANÁLISIS DE ESTRUCTURA FINANCIERA .....	72
TABLA 13. INDICADORES DE DEUDA Y CONTRIBUCIÓN FINANCIERA .....	73
TABLA 14. FLUJO DE CAJA LIBRE (FCL).....	75
TABLA 15. INDICADORES DE LIQUIDEZ .....	83
TABLA 16. INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO .....	84
TABLA 17. INDICADORES DE RENTABILIDAD .....	86

TABLA 18. TASAS DE INTERÉS HARINERA DEL VALLE S.A .....	88
TABLA 19. INDICADORES DE RENTABILIDAD Y DEUDA .....	89
TABLA 20. INDICADORES EXTERNOS Y DE UTILIDAD OPERACIONAL .....	91
TABLA 21. EVA 2019. ....	93
TABLA 22. EVA 2018. ....	93
TABLA 23. EVA 2017. ....	94
TABLA 24. EVA 2016. ....	94
TABLA 25. EVA 2015. ....	94
TABLA 26. POLÍTICA DE DIVIDENDOS - HARINERA DEL VALLE S.A .....	98
TABLA 27. COMPARACIÓN KE VS ROE.....	100
TABLA 28. TASA INTERNA DE CRECIMIENTO .....	101
TABLA 29. TASA DE CRECIMIENTO SOSTENIBLE. ....	102
TABLA 30. COMPARACIÓN TCS VS ROE.....	103
TABLA 31. TASA INTERNA DE CRECIMIENTO (TIC) VS TASA DE CRECIMIENTO SOSTENIBLE (TCS) .....	104
TABLA 32. COMPARACIÓN TIC VS KO.....	108
TABLA 33. COMPARACIÓN TCS VS KE .....	109
TABLA 34. INDICADORES DE LIQUIDEZ .....	111

## ÍNDICE DE IMÁGENES.

IMAGEN 1. LOGO TIPO HARINERA DEL VALLE S.A .....	53
IMAGEN 2. ALGUNAS MARCAS.....	54

## ÍNDICE DE ANEXOS.

ANEXOS 1. DEUDA A LARGO PLAZO - HARINERA DEL VALLE S.A .....	120
ANEXOS 2. NUEVAS CONDICIONES DE CRÉDITO.....	120
ANEXOS 3. CONDICIONES ACTUALES DE TASA.....	121
ANEXOS 4. TASA EN PESOS.....	122
ANEXOS 5. TASA EN DÓLARES .....	122
ANEXOS 6. PROYECCIÓN 2019, DEUDA EN PESOS.....	122
ANEXOS 7. HARINERA DEL VALLE S.A - LINEAS DE PRODUCCIÓN .....	123
ANEXOS 8. PÉRDIDAS Y GANANCIAS.....	124
ANEXOS 9. ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA CON ANÁLISIS VERTICAL Y HORIZONTAL.....	125
ANEXOS 10. ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES CON ANÁLISIS VERTICAL Y HORIZONTAL.....	126

## **RESUMEN.**

Las Organizaciones buscan generar las máximas rentabilidades que puedan ser distribuidas para sus accionistas, por consiguiente, desarrollan su actividad económica empresarial de manera sistemática y organizada con base en las políticas financieras y de dividendos que se ajustan a este objetivo principal, el siguiente trabajo busca analizar este comportamiento bajo el estudio de la empresa Harinera del Valle S. A, utilizando diferentes herramientas de análisis financiero, pero detallando a profundidad las tasas de crecimiento sostenible e interna de la empresa con base a las inversiones realizadas, su estructura de capital, sus flujos de caja, política de dividendos entre otros, todo este análisis busca llevar al lector a la identificación de factores claves de la organización mencionada, conociéndola más a fondo e identificando el factor de éxito que le ha permitido ser líder dentro de su sector y como mediante una estructura de costos y financiera ha logrado crecer y mantenerse durante más de 65 años, siendo ampliamente reconocida a nivel nacional e internacional; el documento abarca 6 capítulos principales dentro de los cuales se desarrollara un método de trabajo, entrando en el capítulo 1, el cual nos describe el planteamiento problema de investigación, que incluye los antecedentes del problema, la justificación , los objetivos que se persiguen, entre otros; en el Capítulo 2 se plantea el marco teórico del trabajo el cual es la base que sustenta la investigación debido a que nos define las herramientas financieras que utilizaremos para dar forma a todo, entre estas herramientas podemos encontrar las definiciones de la tasa de crecimiento interno y sostenible, indicadores financieros, de rentabilidad, de deuda , árbol de rentabilidad, tasas de descuento, y muchas más definiciones, sustentadas con amplia teoría; en el capítulo 3 tenemos el soporte técnico de la metodología

utilizada con base en el tipo de estudio, la unidad de análisis, las técnicas de recolección de datos, y todas las demás herramientas metodológicas utilizadas; en el capítulo 4 encontraremos el desarrollo del trabajo teniendo al inicio una descripción de la empresa en su entorno empresarial, la definición de su estructura de capital que se basa en análisis verticales, horizontales, indicadores, análisis de deuda, mediante conceptos como: rendimiento operativo del activo (ROA), contribución financiera y muchos otros que sustentan esta robusta estructura de capital que posee la organización; todo lo descrito anteriormente nos servirá para seguir desarrollando este capítulo el cual nos da resultados como un diagnóstico financiero de Harinera del Valle S. A, una descripción de su política de dividendos y por último el análisis de su tasa interna de crecimiento y su tasa de crecimiento sostenible.

En el capítulo 5 tenemos una serie de conclusiones propias del desarrollo del capítulo anterior que habla sobre los hallazgos encontrados por parte del investigador abriendo el camino hacia el capítulo 6 o capítulo final el cual da una serie de recomendaciones o acciones a seguir que deben ser tenidas en cuenta por la organización ya que le servirán para mejorar varios aspectos claves encontrados y robustecer aquellos en los que es más fuerte.

**Palabras Clave:** Tasa interna de crecimiento (TIC), tasa de crecimiento sostenible (TCS), estructura de capital, política de dividendos, diagnóstico financiero, valor económico agregado (EVA), tasa de oportunidad ( $K_e$ ), costo promedio ponderado ( $K_o - Wacc$ ), tasa de deuda ( $K_i$ ), análisis vertical, análisis horizontal, flujo de caja libre (FCL).

## **ABSTRACT.**

The Organizations seek to generate the maximum returns that can be distributed to their shareholders, therefore they develop their business economic activity in a systematic and organized manner based on financial and dividend policies that adjust to this main objective, the following work seeks to analyze this behavior under an in-depth study of the company Harinera del Valle S. A, using different financial analysis tools, but detailing in depth the sustainable and internal growth rates of the company based on the investments made, its capital structure, its cash flows. cash, dividend policy among others, all this analysis seeks to lead the reader to the identification of key factors of the aforementioned organization, knowing it more in depth and identifying the success factor that has allowed it to be a leader within its sector and how through a cost and financial structure has managed to grow and maintain have been for more than 65 years, being widely recognized nationally and internationally; The document includes 6 main chapters within which a working method will be developed, entering chapter 1, which describes the research problem approach, which includes the background of the problem, the justification, the objectives that are pursued, among others; In Chapter 2 the theoretical framework of the work is proposed, which is the basis that supports the research because it defines the financial tools that we will use to shape everything, among these tools we can find the definitions of the internal growth rate and sustainable, financial indicators, profitability, debt, profitability tree, discount rates, and many more definitions, supported by broad theory; in chapter 3 we have the technical support of the methodology used based on the type of study, the unit of analysis, the data collection techniques, and all the other methodological tools used; In chapter 4 we will find the

development as such of work, having at the beginning a description of the company in its business environment, the definition of its capital structure that is based on vertical and horizontal analyzes, indicators, debt analysis, through concepts such as: Operating Return on Assets (ROA), Financial Contribution and many others that sustain this robust capital structure that the organization has; Everything described above will help us to continue developing this chapter, which gives us results such as a financial diagnosis of Harinera del Valle S. A, a description of its dividend policy and finally the analysis of its internal growth rate and its rate of return. sustainable growth.

In chapter 5 we have a series of conclusions from the development of the previous chapter that talks about the findings found by the researcher, opening the way to chapter 6 or final chapter which gives a series of recommendations or actions to follow that should be taken into account by the organization that they will serve to improve several key aspects found and strengthen those in which it is strongest.

**Keywords:** Internal growth rate (TIC), Sustainable growth rate (TCS), Capital structure, dividend policy, Financial diagnosis, economic value added (EVA), opportunity rate ( $K_e$ ), weighted average cost ( $K_o - Wacc$ ), debt rate ( $K_i$ ), Vertical Analysis, Horizontal Analysis, free cash flow (FCL).

## INTRODUCCIÓN

El principal objetivo que persiguen las empresas es la generación de valor para sus dueños y accionistas, de tal forma que las actividades económicas y productivas creen y añadan valor en el tiempo. El crecimiento sostenible implica considerar a la empresa en función de la estructura del sector al que corresponde y a las políticas administrativas y financieras que desarrolla.

La complejidad de crecimiento de una empresa empieza por que es necesario primero comprender su estructura, ya que si se toman decisiones apresuradas de crecimiento se podría estar comprometiendo la continuidad del negocio, ya que crecer requiere financiamiento y cuando esta necesidad de financiamiento no se enfoca de forma correcta, es decir, cuando los pasivos son mayores a las utilidades retenidas provoca un quiebre de la estructura de capital. Por otra parte, cuando el crecimiento solo se enfoca en aumentar su participación en el mercado, se deja de lado el esfuerzo que la estructura capital podría hacer para lograr dicha financiación.

En cambio el bajo crecimiento de las empresas tiene que ver con la deficiencia en las políticas financieras y operacionales y la falta de comunicación con las demás áreas de la empresa.

Es por esto que, la gestión financiera en el crecimiento sostenible de las empresas es un aspecto que cobra importancia de acuerdo con la generación de valor y la competitividad.

Por lo antes expuesto se considera que el modelo de crecimiento sostenible planteado por Robert Hingis es una herramienta útil que contribuye a conseguir un crecimiento adecuado,

ya que a través del uso de la metodología planteada es posible comprobar que una empresa pueda crecer de forma armónica sin comprometer su sostenibilidad en el tiempo.

Finalmente, el propósito de este análisis es cuantificar el crecimiento sostenible en los últimos 5 años, por unidades de negocio, de una empresa del Valle del Cauca dedicada al consumo masivo de alimentos del sector de la molinería, para responder a la pregunta ¿Cómo superar la brecha entre la tasa actual de crecimiento y la tasa de crecimiento sostenible? Cuya respuesta indica la tasa máxima en la que se pueden incrementar las ventas sin mermar los recursos financieros.

## **1 PROBLEMA**

### **1.1 Aproximación.**

Robert C. Higgins (1977), incorpora el concepto de crecimiento sostenible para aquellas empresas que desean mantener las razones de rendimiento y estructura de capital sin la utilización de recursos adicionales.

La tasa de crecimiento sostenible se define como “la tasa máxima de crecimiento que puede lograr una empresa sin recurrir al financiamiento externo, por medio de instrumentos de capital mientras mantiene una razón constante de deuda a capital contable” (Ross, 2010).

La tasa de crecimiento sostenible de una compañía se define como la tasa máxima en la que pueden aumentar sus ventas sin mermar los recursos financieros, el crecimiento no es necesariamente algo a maximizar. En muchas compañías, puede ser necesario limitar el crecimiento para preservar la fortaleza financiera. En otras, puede ser preferible devolver a sus propietarios los fondos destinados a financiar un crecimiento no rentable. (Ríos, 2010).

### **1.2 Antecedentes del Problema.**

Las organizaciones prosperan cuando crean valor real para sus accionistas, utilizando un enfoque inminentemente práctico para la toma de decisiones estratégicas que permitan crear valor para la empresa, y a su vez generando entidades económicas sanas, productivas y rentables, todo esto se logra utilizando información sobre valoración que permitan llevar a cabo estos objetivos planteados. (Copeland, Koller & Murrin, 2000).

Varios autores han demostrado que existe una relación entre el crecimiento en ventas y el crecimiento en activos, hasta el momento se ha demostrado que el crecimiento es una

actividad natural de cualquier estructura de negocio y que está relacionado con la comprensión que se tenga del mercado en el cual está inmersa la organización, se deben tener en cuenta la dimensión correcta que requiere el andamiaje adecuado para lograr este crecimiento, en factores como infraestructura, productos, calidad humana, manejo comercial de mercadeo y operativo.

La productividad de los activos genera el recurso básico para la operación de una empresa que son los flujos de efectivo, y a su vez estos se reportan con el estado de resultados. Acompañado de estos estados financieros encontramos otro de gran importancia el cual es el balance general en el aparecen todos los activos de la organización reflejando los recursos que se obtienen, mediante el desarrollo de su estructura de negocios, además también se observan los distintos recursos que se obtienen de terceros, es decir, la deuda y el aporte de los socios. (García & Ramírez, 2011).

Cuando la empresa utiliza como única fuente de financiación el capital común, todo el flujo de caja generado pertenecería a los accionistas, pero cuando se combina el capital accionario y la deuda, tenemos que los flujos de efectivo tendrían dos destinos, uno para cubrir los compromisos destinados de la deuda, y otro para responder a los accionistas destinando esos recursos a reinversión y al pago de dividendos accionarios; la combinación de recursos provenientes de deuda y recursos propios dentro de la organización es lo que se conoce como estructura de capital. (Brealey, Myers & Allen, 2006).

La estructura de capital no es únicamente la suma de deuda más recursos propios, existe también una combinación de pasivos que representan la deuda y cuando menos dos tipos de accionistas, los comunes y preferentes. (García & Ramirez, 2011).

Modigliani y Miller (1958), demostraron que la política de dividendos y las decisiones de financiamiento son irrelevantes en mercados de capitales perfectos. El porcentaje de rentabilidad esperada en las acciones ordinarias de una empresa apalancada aumenta en proporción a la razón de deuda (D), contra recursos propios (E), expresado en valores de mercado. A estas afirmaciones se les conoce como las proposiciones I y II.

La proposición I de Modigliani y Miller dice: “Que el apalancamiento financiero no tiene efecto sobre la riqueza de los accionistas”. La proposición II dice: “Que el porcentaje de rentabilidad que pueden esperar recibir sus acciones aumenta, si aumenta la razón de deuda con relación a los recursos propios”.

Sin embargo, los mercados no son perfectos, por lo cual deben considerarse distintos factores, los cuales pueden: ser beneficios fiscales, el pago del servicio de la deuda, los costos de quiebra e insolvencia financiera, posibles conflictos de intereses de los accionistas, emisión de acciones, problemas externos como seguridad, catástrofes ambientales, entre otros; todos estos factores inciden de diversas maneras sobre las operaciones de la organización, motivo por el cual la forma de operar y la estrategia competitiva determinan la estructura financiera de la misma; del mismo modo que las decisiones que se tomen sobre diversos aspectos financieros a corto o largo plazo, afectaran el crecimiento y la estructura de capital de la empresa.

Teniendo en cuenta la información planteada con base en el crecimiento de las empresas, y además en como las decisiones estratégicas empresariales impactan en la estructura de capital de una organización y en su política de dividendos, sería pertinente analizar y aplicar indicadores financieros para analizar la tasa de crecimiento, estructura de capital, política de dividendos, entre otros, dentro de una empresa de consumo masivo, en este caso escogiendo la organización Harinera del Valle S.A, debido a su impacto económico en la región del Valle del Cauca y en la importancia empresarial que esta tiene a nivel nacional.

Con base en lo anteriormente considerado, el trabajo de investigación buscará dar respuesta a los siguientes interrogantes:

### **1.3 Sistematización del problema.**

- ¿Cuál es la tasa de crecimiento sostenible en la empresa Harinera del Valle S.A; durante el horizonte de tiempo 2015 – 2019?
- ¿Cuál es la tasa de crecimiento real de la organización?
- ¿Qué relación tiene la tasa de crecimiento sostenible con la tasa de crecimiento real?
- ¿Cuál es el flujo de caja disponible que posee la empresa Harinera del Valle S.A?
- ¿Cuál es la composición de la estructura de capital de la empresa?
- ¿Qué efectos tiene la política de dividendos en la Organización?
- ¿Cómo se encuentra actualmente la empresa Harinera del Valle S.A. ha nivel financiero?
- ¿Cómo se encuentra la empresa Harinera del Valle S.A, en comparación con las demás empresas de su sector a nivel financiero

## 1.4 JUSTIFICACIÓN

La forma en que crecen las empresas constituye un problema considerable para la planificación financiera, dado que el crecimiento acelerado puede afectar negativamente los recursos financieros, lo cual puede llevarla a la quiebra en el sentido de que al crecer rápidamente se carece de inteligencia financiera para tener un adecuado crecimiento.

El crecimiento excesivo, es el fundamental problema del crecimiento sostenible para las empresas que quieren lograr un crecimiento acelerado, por otro lado, están las empresas que tiene un crecimiento demasiado lento debido a que existirá siempre la presión creciente de sus socios o accionistas porque necesitan tener un retorno de su inversión, en cuyo caso es preferible devolver los recursos que tener que financiar un crecimiento que no les ofrezca rentabilidad.

Para que la empresa crezca se deben aumentar las ventas durante el año siguiente, incrementando activos como los inventarios, cuentas por cobrar, inversiones, entre otros, y sobre todo incrementar su capacidad de producción, a medida que los fondos propios crecen, la compañía puede pedir prestado más dinero sin alterar su estructura de capital.

El límite que puede presentar la tasa de crecimiento de las ventas es la tasa de incremento de los fondos propios, si una empresa crece a una tasa superior de crecimiento sostenible debe mejorar sus operaciones.

Basado en lo anterior para una empresa lo importante no debe ser hasta donde se quiere crecer, ni cuál sería su participación en el mercado sino hasta donde la estructura de la empresa le permite crecer.

Para realizar el análisis del crecimiento sostenible diversos autores entre ellos Jordan Ross plantea que la tasa de crecimiento sostenible se define como: la tasa máxima de crecimiento que puede lograr una empresa sin recurrir a financiamiento externo, por medios de instrumentos de capital, la cual es fundamental para un claro diagnóstico y posterior toma de decisiones estratégicas. (Jordan, 2010)

La importancia de la tasa de crecimiento sostenible está en que entrega a la dirección de la compañía un instrumento que pone límites a la gestión comercial y obliga a realizar un trabajo conjunto de planeación financiera para fijar metas más allá del crecimiento y en términos de equilibrio y sostenibilidad (Rios, 2010).

El cálculo de la tasa de crecimiento sostenible y el análisis de las razones del crecimiento constituyen una herramienta útil para la toma de decisiones, además este trabajo le permitirá a la empresa evaluar cómo se encuentra frente a la competencia, saber cuáles son sus fortalezas y debilidades y de qué forma podría superarlas de acuerdo con las recomendaciones que se presentan al final del estudio.

## **1.5 OBJETIVOS**

### **1.5.1 Objetivo general**

Analizar la tasa de crecimiento sostenible de la empresa Harinera del Valle S.A en un horizonte de análisis de 5 años, para determinar si esta empresa está generando o destruyendo valor para sus accionistas.

### **1.5.2 Objetivos específicos.**

1. Describir la Organización Harinera del Valle S.A, su entorno empresarial y como se encuentra respecto a su competencia.
2. Definir la estructura de capital mediante un diagnóstico financiero de la empresa Harinera del valle S.A, que permita observar cómo se da la gestión financiera en la toma de decisiones, que permita desarrollar el flujo de caja libre (FCL), y algunos indicadores financieros para determinar cómo se comporta financieramente la empresa a través del tiempo analizado, de acuerdo a términos de liquidez, rentabilidad y patrimonio.
3. Examinar la política de Dividendos existente dentro de la organización, y qué efectos tiene esta en el desempeño organizacional.
4. Comparar la tasa de crecimiento real vs la tasa de crecimiento sostenible y analizar cómo se encuentra la compañía frente a este diagnóstico.

## 2 MARCO TEÓRICO

El crecimiento es uno de los grandes retos a los que tiene que enfrentarse el ejecutivo del siglo XXI debido a la expansión a otros mercados por fuera de la ciudad o país de origen, las empresas deben contar con una adecuada planeación financiera para lograr dicho crecimiento con éxito. (Jordan, 2010)

“Cuanta más alta sea la tasa de crecimiento de ventas o activos, mayor será la necesidad de financiamiento externo” (Jordan, 2010)

Diversos autores como Higgins, Hax y Majluf, Ross, entre otros, han planteado varias definiciones sobre crecimiento sostenible como las que se exponen a continuación, sin embargo, no hay una definición única, la mayoría de los estudios planean que el crecimiento sostenible es un “proceso dinámico que se origina a partir de los recursos disponibles de las empresas y que tiene efectos sobre la creación de valor.”

Hax y Majluf señalaron que el crecimiento máximo de una organización podía soportarse a través del uso de recursos internos, y de sus capacidades de endeudamiento. Salas consideró que el crecimiento de una empresa estaba determinado por las políticas financieras y los resultados operativos de las mismas. Se destaca el modelo de Sallenave, en el cual se evidencia que la tasa de crecimiento corporativo está determinada por la razón entre el importe de fondos ajenos y fondos propios, la rentabilidad económica, el costo de financiación y la tasa de retención de beneficios. Sin embargo, la mayoría de estudios se han limitado a analizar las consecuencias del crecimiento corporativo sostenible, más que a estudiar los componentes de dicho crecimiento. Se pone de manifiesto, por tanto, la necesidad

de identificar algunas de las variables que explican el crecimiento corporativo u organizacional, en términos de componentes financieros.

En Higgins (2016) indica que si la compañía incrementa las ventas también es necesario que incremente los inventarios y las cuentas por cobrar para soportar nuevas ventas.

El investigador Robert Higgins desarrollo un modelo de crecimiento sostenible en ventas con el fin de ofrecer a las empresas una herramienta útil para planificar sus políticas financieras de acuerdo con su ritmo de crecimiento. Para las empresas que desean mantener un margen de endeudamiento objetivo y una estructura de capital sin requerir capital nuevo, el crecimiento sostenible es definido entonces como el porcentaje anual que se debe lograr con el incremento en ventas y que van enlazadas con las políticas financieras establecidas en la empresa.

(Higgins, 2016), en su libro “Análisis para la dirección financiera” capítulo 4, indica que “es habitual que las compañías tengan como objetivo la maximización del crecimiento a través del incremento en sus ventas, la decisión de crecimiento no necesariamente agregará valor a la empresa, generando un ciclo financiero positivo. Para ello existe una herramienta, conocida como “Modelo de Crecimiento Sostenible de Higgins”, el cual es un instrumento útil para las firmas como indicador de la expansión que pueden financiar sin agotar los recursos financieros. Este Modelo es nuevamente planteado por el autor a través de una visión de corto plazo (Arellano & Higgins, 2007) la cual establece premisas diferentes para este rango de análisis”

De acuerdo con Ross, cualquier variable que incremente el ROE también tendrá efectos en la tasa de crecimiento sostenible, por ejemplo, un incremento en el margen de utilidad incrementara la capacidad de la empresa de generar fondos de manera interna y así también se genera un incremento en el crecimiento sostenible.

### **2.1 Definición de la tasa de crecimiento interno**

Es la tasa máxima de crecimiento que puede lograrse sin ningún tipo de financiamiento externo, es la tasa que la empresa puede mantener solo con financiamiento interno.

Se define por la fórmula:

$$\frac{\text{ROA} \times \text{B}}{1 - \text{ROA} \times \text{B}}$$

Donde:

ROA: Es el rendimiento sobre los activos totales.

B: es la razón de reinversión o retención de utilidades. (Jordan, 2010)

### **2.2 Definición de la tasa de crecimiento sostenible o sustentable**

Es la tasa máxima de crecimiento que una empresa puede lograr sin financiamiento externo de capital, a la vez que mantiene una razón constante de deuda capital.

Esta tasa recibe el nombre de tasa de crecimiento sostenible porque es la tasa máxima de crecimiento que puede tener una empresa sin incrementar su apalancamiento financiero

Se define por la fórmula:

$$\frac{ROE \times B}{1 - ROE \times B}$$

Donde:

ROE: Rendimiento sobre capital

B: Razón de reinversión o retención de utilidades

### **2.3 Aspectos generales del análisis.**

Aspectos como la capacidad económica y técnica en la producción de bienes y servicios, la gestión administrativa y financiera y las políticas asociadas a la comercialización o mercadeo, son determinantes para el crecimiento sostenible de las organizaciones, el objetivo fundamental de este trabajo es definir un modelo que contenga aspectos particulares que afectan la política de crecimiento sostenible dentro de la organización a partir de la cuantificación de sus componentes financieros.

La meta de una organización debe ser: Ser sostenible y el crecer puede ser una estrategia para lograrlo, sin embargo, el crecer por sí mismo no necesariamente genera sostenibilidad. (Higgins, 2016)

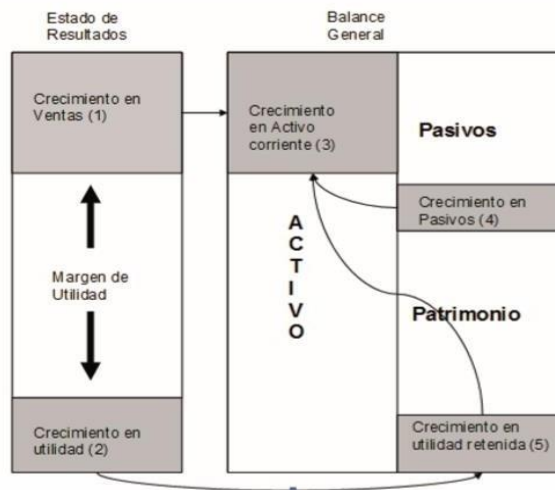
El problema del crecimiento tiene varias dimensiones de análisis que involucran a todas las instancias de la organización, por ejemplo, se necesita tener acceso a la información del mercado y el entorno, se necesita que la empresa cuente con personal idóneo para comprender esta información, además se necesita una estructura organizacional dinámica, flexible e

innovadora, es necesario comprender como diferentes procesos interactúan y que recursos necesitan. Para entender el crecer como una estrategia se hace necesaria su formalización y el uso de herramientas que permita su manejo.

El crecimiento, requiere financiación debido a la necesidad que poseen las empresas de solventar sus pasivos corrientes y no corrientes, los cuales son necesarios para el capital de trabajo, inversión en maquinaria, entre otros, se puede decir que el crecimiento de los pasivos va de la mano con la financiación interna de la empresa, por lo cual las empresas utilizan la generación de deuda sea esta interna o externa, para invertir en el crecimiento de la organización y así generar utilidades para sus accionistas.

### Gráfico 1. Flujograma de crecimiento activos corrientes.

Figura 1. Flujograma de crecimiento de una empresa basado en sus activos corrientes y volúmen de ventas



Fuente: Jordan, 2010

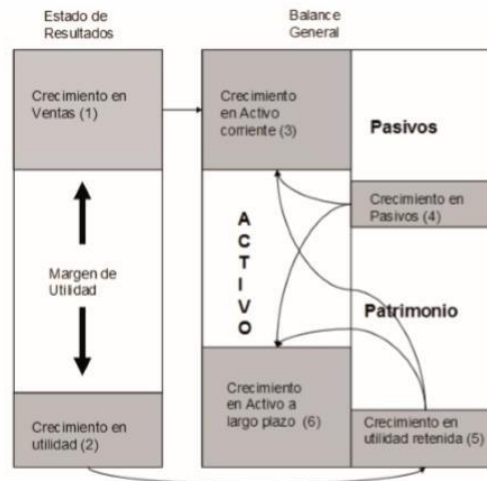
El gráfico 1 resume las relaciones descritas entre el crecimiento en ventas, en activo y el necesario en la estructura de capital. Para que el crecimiento no comprometa la estabilidad

de la empresa, partiendo de un balance que cumpla con la condición Activo=Pasivo + Patrimonio.

Si además del crecimiento en activo corriente la empresa requiere en capacidad instalada, mediante el aumento en el activo a largo plazo, tenemos la situación presentada en la figura

Gráfico 2. Flujograma de crecimiento Activos a largo plazo

Figura 2. Flujograma de crecimiento de una empresa basado en activos a largo plazo



Fuente: Jordan, 2010

Es necesario tener en cuenta que la única fuente de financiación para el crecimiento en activo a largo plazo no es el pasivo más retención de utilidades. También se puede acudir al capital pagado o aportes, y no se debe ignorar que este tiene un costo. Cuando en lugar de usar el pasivo más la retención de utilidades para financiar el activo se usa el capital, la empresa cambia. (Jordan, 2010)

El efecto de la gestión financiera en el crecimiento sostenible es un tema que cobra relevancia en la medida en que diferentes investigaciones revelan que las principales causas del bajo

crecimiento se deben entre otras la carencia de políticas financieras y operacionales y a la desarticulación,

En cuanto a la política de dividendos: Una disminución en la utilidad neta pagada con dividendos, incrementara la razón de retención, esto incrementara el capital generado de forma interna y por consiguiente el crecimiento sostenible.

Política Financiera: Un aumento en la razón deuda-capital aumenta el apalancamiento financiero de la empresa ya que esto hace que se disponga de un financiamiento adicional por medio de deudas que incrementan la tasa de crecimiento sostenible

La rotación de los activos: Un incremento en la rotación total de los activos de la empresa, aumenta las ventajas generadas por cada peso invertido en los activos. Esto disminuye la necesidad de la empresa de adquirir activos a medida que incrementan las ventas, de este modo se eleva la tasa de crecimiento sostenible la cual es una cifra muy útil para la planeación financiera que asegura la congruencia interna entre las diferentes metas u objetivos de la empresa.

Entonces si la planeación financiera indica que las ventas van a crecer a una tasa más elevada que la tasa de crecimiento sostenible, la empresa debe aumentar los márgenes de utilidad, ampliar la rotación del total de los activos, incrementar el apalancamiento financiero e incrementar la retención de utilidades o vender nuevas acciones. (Ross, 2010)

En el Boletín Gobierno corporativo de 2011 de Deloitte indica que “a pesar de que existen diversas formas en que los accionistas pueden financiar el crecimiento de una empresa, la obtención adecuada de los recursos financieros es un tema que tiene una importancia

significativa en el desempeño de las empresas, por lo que es imprescindible que toda la empresa estructure su crecimiento alineado su estrategia financiera con la madurez de su negocio, esto con el fin de que la empresa no incurra en riesgos financieros innecesarios que puedan comprometer su futuro”. (Deloitte, 2011)

Algunos indicadores a tener en cuenta para aproximarse a un diagnóstico financiero más apropiado dentro de las organizaciones son los siguientes:

#### **2.4 BENCHMARKING COMPETITIVO**

Este tipo de Benchmarking busca medir los productos o servicios de los principales competidores para llevar a cabo una comparación con la empresa de estudio y poder detectar mejoras que superen los competidores.

Para este caso teniendo en cuenta la información financiera reportada a la Superintendencia de Sociedades durante los años 2015 a 2018, se realizó la comparación de los principales indicadores financieros a fin de identificar como se encuentra Harinera del Valle S.A. con referencia al sector.

#### **2.5 Análisis vertical**

Conocido también como análisis estático, permite conocer la participación que tiene cada una de las cuentas del balance general en función del valor total de los activos.

Permite conocer la participación que tiene cada cuenta del estado de resultados en función del valor de las ventas netas o de los ingresos por servicios.

## **2.6 Análisis Horizontal**

Conocido también como análisis dinámico, Se toma por lo general un año base para el cálculo de los porcentajes, permite identificar las variaciones que han tenido las cuentas tanto de balance como de resultado a través del tiempo.

## **2.7 Razón corriente**

La razón corriente tiene como objetivo determinar la capacidad financiera de una empresa para hacer frente a las obligaciones a corto plazo.

Expresa la relación entre activos y pasivos corrientes e indica por su parte cuantos pesos posee la empresa en los activos corrientes por cada peso de sus pasivos corrientes. (Jordan, 2010).

## **2.8 Prueba acida**

“Con frecuencia, el inventario es el activo corriente menos líquido. También es el activo cuyos valores en libros son menos confiables como medidas de valor de mercado por lo que no se considera la calidad del inventario debido a que una parte de este puede resultar averiada, obsoleta o perdida” (Jordan, 2010).

Otro aspecto a tener en cuenta es que los inventarios relativamente grandes pueden ser una señal de problemas a corto plazo debido a que la empresa pudo haber sobreestimado las ventas y haber comprado o producido de más.

La razón por la que no se incluyen los inventarios es porque la empresa no debe estar supeditada a la venta de su inventario para poder pagar sus deudas ya que si no puede

garantizar su venta tampoco pueden garantizar el pago oportuno de sus obligaciones (Jordan, 2010)

### **2.9 Margen bruto**

Es el beneficio directo que tiene una empresa por un bien o un servicio, es decir la diferencia entre el precio de venta sin IVA de un servicio o producto y su costo de producción. (economipedia, s.f.)

### **2.10 Margen Operacional**

Es un indicador de rentabilidad que se define como la utilidad operacional sobre las ventas y nos indica si el negocio es o no lucrativo en sí mismo, independientemente de la forma como ha sido financiado. (Ludeña, 2021).

### **2.11 Margen de utilidad**

Refleja la capacidad de la organización para convertir los ingresos que recibe en beneficios. En otras palabras, permite saber si se está realizando un eficiente control de costes.

A diferencia del margen bruto, no toma en cuenta solo el costo de producción si no otros desembolsos en comercialización, promoción, distribución, gastos financieros, impuestos entre otros.

Por esta razón es el indicador más confiable sobre el beneficio obtenido a partir de las ventas de la empresa. (Sevilla, 2017).

### **2.12 Días de inventario**

Permite saber cuánto tiempo pasa el producto en almacenamiento antes de ser vendido. (San Juan, 2017).

### **2.13 Días de cuentas por cobrar**

Mide el promedio de días que tarda en cobrarse las cuentas pendientes de cobro y se vuelve a prestar el dinero. (economipedia, s.f.)

### **2.14 Rendimiento sobre activos (ROA)**

Es un indicador de rentabilidad que se utiliza para medir la eficiencia de los activos totales de la empresa independientemente de las fuentes de financiación utilizadas y de la carga fiscal del país en que la empresa desarrolla su actividad principal (Jordan, 2010)

### **2.15 Rendimiento sobre capital (ROE)**

Es un indicador que mide la rentabilidad de la compañía sobre sus fondos propios, es decir mide la relación entre el beneficio neto de la empresa y su cifra en fondos propios.

Es un indicador que cobra importancia, debido a que da una información que es útil para los inversores. Su cálculo indica la capacidad de la empresa para generar beneficio a sus accionistas. Mide el rendimiento que logra el inversor del capital que haya invertido en la empresa. (Jordan, 2010).

“Cuanto más alto sea el ROE mayor será la rentabilidad que una empresa puede llegar a tener en función de los recursos propios que emplea para su financiación” (Jordan, 2010).

## **2.16 Sistema DuPont**

El sistema Dupont es una técnica que se puede utilizar para analizar la rentabilidad de una compañía que utiliza las herramientas tradicionales de gestión del desempeño, tanto económico como operativo. El modelo del sistema Dupont fue creado por el ingeniero eléctrico F. Donaldson Brown en 1914, que se integró en el departamento de tesorería de una gran compañía química.

Este sistema combina el Estado de Resultados y el Balance de la empresa en dos medidas de rentabilidad: Rendimiento sobre los Activos (ROA) y Rendimiento sobre el Patrimonio (ROE).

El sistema Dupont es definido como un indicador financiero en el análisis del desempeño económico y laboral de una empresa. Este tipo de sistema tiene la ventaja de combinar los principales indicativos financieros que permite determinar el grado de eficiencia que la empresa utiliza en sus activos, así como su capital de trabajo y el multiplicador de capital “créditos o préstamos”. (Granel, 2021).

## **2.17 Free cash Flow (Flujo de Caja Libre)**

El Flujo de caja Libre (FCL) representa el flujo de caja que estaría disponible si el pago de intereses no pudiera ser deducido para efectos fiscales. (Manotas, 2003).

## **2.18 Equity Cash Flow (Flujo de caja para el inversionista)**

Mide el flujo de caja disponible para los accionistas comunes de una empresa. Por lo tanto para su estimación se deducen los pagos relacionados con las obligaciones financieras. (Manotas, 2003)

A continuación, se presenta un ejemplo contenido en el estado de resultados, el cual posee un flujo de caja libre y el flujo de caja del inversionista:

## **2.19 Flujo de caja**

### **FLUJO DE CAJA**

#### **UTILIDAD**

#### **OPERACIONAL**

(-) Intereses (solo para el cálculo del FCI)

#### **UTILIDAD ANTES DE**

#### **IMPUESTOS**

(-) impuestos

#### **(=) UTILIDAD OPERATIVA DESPUES DE**

#### **IMPUESTOS - UODI**

(+) Depreciación y gastos que no mueven  
efectivo

#### **(=) FLUJO DE CAJA**

#### **BUTO**

(menos) Incremento (más) disminución en capital de trabajo neto

(menos) Incremento (más) disminución en activos fijos

(+) Valor residual de activos

(=) **FLUJO DE CAJA**

**LIBRE(FCL)**

(-) Pagos de Capital

(=) **FLUJO DE CAJA PARA EL INVERSIONISTA**

**DEL PROYECTO (FCI)**

**Fuente:** (Manotas, 2003).

## 2.20 Tasa de descuento (WACC)

Es lo que la empresa (proyecto) le cuesta la inversión en activos y se calcula como el costo promedio ponderado de las diferentes fuentes que se utilizan para financiarlo.

También se conoce como la rentabilidad mínima que deben producir los activos de la empresa. Se le conoce también como la Tasa Mínima de Retorno – TMR. (Ucha, 2016).

Ejemplo:

**TABLA 1. Estructura Costo promedio Ponderado.**

	<u>ESTRUCTURA</u>	<u>COSTO DESPUES DE IMPUESTOS</u>	<u>PONDERACIÓN</u>
Deuda	40%	$20\%(1-0.35)= 13\%$	5.2%
Capital Propio	60%	28%	<u>16.8%</u>
		WACC	22%

Fuente: (Escobar, 2017).

### **2.21 Valor actual Neto (VPN)**

El valor actual neto (VPN), es un criterio de decisión de inversión en el momento cero, descontando todos sus ingresos y egresos a una determinada tasa, indicando un monto que representa la ganancia que se puede tomar por adelantado, generando valor, para la aceptación o no, mediante el VPN se tienen dos criterios de selección los cuales son:

- ✓  $VPN > 0$  = Se acepta el proyecto
- ✓  $VPN < 0$  = Se rechaza el proyecto

### **2.22 Tasa interna de Retorno (TIR)**

La tasa interna de retorno (TIR), se lee como la rentabilidad recibida por periodos a lo largo de los n periodos, sobre la inversión no amortizada en el proyecto al inicio de cada periodo. En otras palabras, es la rentabilidad obtenida sobre los dineros que permanecen invertidos en un proyecto, al igual que el VPN es un criterio importante para aceptar o no un proyecto a nivel financiero. (Escobar, 2017).

#### **2.22.1 Observaciones:**

- ✓ La tasa de retorno no es el rendimiento sobre la inversión inicial, sino sobre la parte de la inversión no amortizada.
- ✓ La tasa de retorno calculada no implica reinversión
- ✓ La TIR es la rentabilidad “pura” del proyecto.

### **2.23 Periodo de pago o de recupero (Playback).**

Indica el tiempo en el cuál la empresa tardará en recuperar la inversión con la ganancia que genere el proyecto, pero tiene algunas objeciones como las siguientes:

- ✓ El periodo de restitución es un índice pobre, ya que se asigna el mismo valor a cantidades que aparecen en diferentes momentos, esto es no considerar el valor del dinero en el tiempo.
- ✓ Ignora las sumas que aparecen después que se ha recuperado la inversión, esto es despreciar la vida económica del proyecto.
- ✓ Es un criterio parcializado que favorece las actividades a corto plazo. Esto lo lleva a ser más que un criterio de decisión económica, un criterio decisorio de riesgo financiero.
- ✓ La utilización de este índice se debe a la insistencia de la gente en saber en cuánto tiempo se recupera una inversión dada.

#### **2.24 Valor económico agregado (EVA).**

El Valor Económico Agregado (EVA) o utilidad económica es el producto obtenido por la diferencia entre la rentabilidad de los activos y el costo de financiación o de capital requerido para poseer esos activos. EVA es una medida de actuación para la toma de decisiones en una empresa. Esta medida permite fijar estrategias y objetivos encaminados a la creación de valor. (Alberto, 2021).

### **3 DISEÑO METODOLÓGICO**

#### **3.1 Tipo de estudio**

El tipo de estudio que se pretende realizar para este trabajo de investigación, es de carácter **descriptivo**, ya que este permite analizar ciertas características propias de la investigación, describiendo la realidad de diversas situaciones que se pretenden desarrollar.

“La investigación descriptiva analiza las características de una población o fenómeno sin entrar a conocer las relaciones entre ellas. La investigación descriptiva, por tanto, lo que hace es definir, clasificar, dividir o resumir. Por ejemplo, mediante medidas de posición o dispersión.

Sin embargo, no entra a analizar el porqué del comportamiento de unas, respecto a otras. En este caso deberemos recurrir a otras técnicas como la investigación correlacional o la explicativa”. (Morales, 2021).

### **Tipo de investigación descriptiva.**

Tal como su nombre lo indica, se utiliza para describir la realidad de las situaciones, eventos, personas, grupos o comunidades que se estén abordando y que se pretenda analizar.” (Martínez, 2013).

Mediante la investigación descriptiva que se pretende realizar en esta investigación, se desea definir y analizar el crecimiento económico sostenible de la Organización Harinera del Valle S. A, y demostrar como este impacta en la estructura financiera de la organización, se busca así, implementar esta metodología de manera directa demostrando las bondades del método científico en el desarrollo de este tipo de análisis, como se pretende realizar.

## **3.2 Método.**

### **3.2.1 Método Deductivo.**

El método deductivo es una estrategia de razonamiento empleada para deducir conclusiones lógicas a partir de una serie de premisas o principios. En este sentido, es un proceso de pensamiento que va de lo general (leyes o principios) a lo particular (fenómenos o hechos concretos).

Según el método deductivo, la conclusión se halla dentro de las propias premisas referidas o, dicho de otro modo, la conclusión es consecuencia de estas.

Existen dos formas de método deductivo:

- **Método deductivo directo**, que es aquel en que el juicio se produce a partir de una única premisa, sin que esta sea contrastada con otras.
- **Método deductivo indirecto**, que es aquel en el que la primera premisa contiene la proposición universal, y la segunda una de carácter particular. La conclusión, en consecuencia, será el resultado de la comparación entre ambas. (Significados.com, 2021)

Mediante el método deductivo, se busca definir el propósito del crecimiento económico sostenible dentro de la organización, al definir sus objetivos, acciones, leyes que pueden afectarlo, y cronogramas que soporten el análisis financiero necesario, y de esta manera ayudar a medir resultados y la factibilidad de la aplicación de este tipo de estudios dentro de esta empresa; los datos que busca definir la investigación para llevar a cabo sus propósitos, serían; competitividad de la organización en el mercado; tasa de crecimiento sostenible de la empresa, diagnóstico financiero de la organización, análisis con herramientas financieras que permitan observar si la empresa genera o destruye valor para sí misma y sus accionistas, entre otros.

### **3.3 Unidad de análisis**

La población objetivo que se busca identificar en el desarrollo del trabajo es la Organización empresarial Harinera del Valle S. A, dado su gran tamaño e importancia para el mercado

colombiano y del Valle del Cauca, además se busca generar un análisis que permita a la empresa identificar ciertos puntos críticos en los cuales esta pueda mejorar

Para el trabajo se utilizará el siguiente tipo de información.

### **3.4 Instrumentos de investigación.**

#### **3.4.1 Técnicas para la recolección de datos**

Algunas de las técnicas para la recolección de datos se conformarán de la siguiente manera, pero pueden variar o cambiar de acuerdo con las necesidades del proyecto de investigación, se busca que estas técnicas ayuden a lograr la consecución de cada uno de los objetivos planteados:

#### **3.4.2 Observación estructurada.**

La Organización Harinera del Valle S.A, que se tendrá como base para realizar el trabajo, a fin de conocer su estructura y necesidades de funcionamiento, además de los procesos económicos, que permitan conocer información adecuada con el fin de identificar los factores que inciden en el mercado, de esta manera se busca obtener información certera y pertinente que permita realizar análisis válidos y que aporten valor a la empresa.

#### **3.4.3 Entrevista focalizada.**

Se efectuará a los encargados de la organización escogida, quienes son los que dirigen la acción administrativa y contable. La entrevista será de forma presencial y en el lugar pactado por las partes.

#### **3.4.4 Revisión documental.**

Se revisan diversos soportes administrativos, técnicos, contables y financieros para realizar el desarrollo del trabajo de Investigación.

Todas estas aplicaciones se harán por medio de instrumentos diseñados por el estudiante, aplicando las distintas teorías y análisis de los autores, aprobados previamente por parte los encargados de la empresa Harinera del Valle S.A.

#### **3.5 Tipo de Información.**

Para el desarrollo metodológico del estudio de crecimiento sostenible para la organización, se buscará manejar la información de una manera ordenada y pertinente, por lo cual se utilizarán algunos de los siguientes tipos de información.

Existen diferentes tipos de estudios de mercado que cubren diversas áreas. Si una organización o empresa desea conocer el comportamiento de compra de los consumidores o la probabilidad de que los consumidores paguen un determinado costo por producto, la investigación de mercado puede sin duda ayudar a que la empresa tenga conclusiones significativas. (QuestionPro, 2021)

##### **3.5.1 Información Primaria.**

Es una combinación de investigación cualitativa y cuantitativa. La investigación de mercado primaria es un proceso en el que las organizaciones o empresas se ponen en contacto con los consumidores finales o emplean a un tercero para llevar a cabo estudios relevantes para recopilar datos.

Al realizar una investigación primaria se pueden reunir dos tipos de información: exploratoria y específica. En la investigación de mercado exploratoria se investiga un problema haciendo preguntas abiertas en formato de una entrevista detallada y es llevada a cabo normalmente con un pequeño grupo de personas también conocidas como muestra. En este tipo de investigación el tamaño de la muestra puede ser de 6 a 19 miembros.

### **3.5.2 Grupos focales.**

Un focus group es uno de los métodos de investigación cualitativa más utilizados. El grupo de enfoque es un pequeño grupo de personas (6-10) que generalmente responden a las encuestas en línea que se les envían.

La mejor parte sobre los grupos de enfoque es que la información se puede recopilar de manera remota, es decir, se puede hacer sin interactuar personalmente con los miembros del grupo. Sin embargo, este es un método más costoso ya que se utiliza para recopilar información más compleja.

### **3.5.3 Entrevista cara a cara.**

Como su nombre lo sugiere, este método de investigación cualitativa implica una interacción personal en forma de entrevista.

El investigador hace una serie de preguntas para recabar información o datos de los encuestados. Este método depende en gran medida de la capacidad y la experiencia del entrevistador para hacer preguntas que provoquen las respuestas correctas.

### **Investigación etnográfica.**

Este tipo de investigación a fondo se lleva a cabo en el entorno natural de los encuestados. Este método requiere que el entrevistador se adapte al entorno natural de los encuestados, el cual podría ser una ciudad o un pueblo remoto.

Las restricciones geográficas pueden ser un factor que obstaculice la realización de este tipo de investigación. Cabe mencionar que la investigación etnográfica puede durar de algunos días e incluso hasta durar algunos años.

### **3.6 Investigación Secundaria.**

A diferencia de la investigación primaria, la investigación secundaria utiliza información organizada por fuentes externas, como agencias gubernamentales, medios de comunicación, cámaras de comercio, etc. Esta información se publica en periódicos, revistas, libros, sitios web de empresas, agencias gubernamentales, etc. Las fuentes secundarias hacen uso de lo siguiente:

#### **3.6.1 Fuentes públicas.**

Las fuentes públicas como la biblioteca son una forma increíble de recopilar información gratuita. Las bibliotecas gubernamentales generalmente ofrecen servicios gratuitos y por supuesto, un investigador puede documentar cualquier información disponible.

#### **3.6.2 Fuentes comerciales.**

Estas son muy confiables pero lamentablemente son costosas. Los periódicos locales, las revistas, los diarios y los medios de televisión son excelentes fuentes para recopilar información.

### **3.6.3 Instituciones educativas.**

Aunque no es una fuente muy popular para recopilar información, la mayoría de las universidades e instituciones educativas son una fuente de información abundante, ya que muchos proyectos de investigación se llevan a cabo ahí, más que en cualquier otro sector empresarial.

### **3.7 Antecedentes de la investigación.**

A continuación, se presentan algunos de los diferentes artículos, trabajos de grado y libros existentes a nivel nacional e internacional, cuyo tema de investigación principal es el crecimiento sostenible.

#### **3.7.1 Trabajos de grado internacionales.**

**Título:** EVIDENCIA EMPÍRICA DE LA EVALUACIÓN DEL MODELO DE CRECIMIENTO SOSTENIBLE DE HIGGINS EN EMPRESAS MEXICANAS DURANTE EL PERIODO 1998 – 2008

**Presentado por:** LUIS HERIBERTO GARCÍA MUÑIZ

**Lugar de presentación:** México D.F – Febrero 10 del 2011

**Objetivo Principal:** El estudio considera tres situaciones básicas con alternativas de decisión, en los casos de crecimiento lento, crecimiento excesivo y la situación ideal de crecimiento equilibrado.

**Conclusión Principal:** De las empresas seleccionadas quien mejor reúne los elementos de la base de estudio es Cementos Mexicanos, ello nos permite analizar las decisiones y apreciar el impacto en los estados financieros de la empresa, especialmente lo relacionado con

rentabilidad, apalancamiento y su estrategia de financiamiento cuando en 2005 su crecimiento real llegó a 96%.

**Trabajo de grado para optar al Título de: MAESTRO EN CIENCIAS ECONÓMICAS.**

## **4 DESARROLLO DEL ESTUDIO**

### **4.1 DESCRIPCIÓN DEL SECTOR Y LA COMPETENCIA**

#### **4.1.1 Harinera del Valle S.A.**

Es una sociedad anónima de nacionalidad colombiana y una de las compañías más importantes en el sector de procesamiento y comercialización de alimentos en el país.

Inició sus operaciones en Cali, en el año 1956 con la producción de Harina de trigo Haz de Oros. Harinera del Valle S.A. nació como molinera de trigo atendiendo la demanda industrial del gremio panadero. Sin embargo, a través de los años ha logrado ampliar su portafolio con productos alimenticios de alta calidad llegado a miles de hogares colombianos.

Harinera del Valle S. A tiene dos líneas de producción que se dividen en consumo masivo y línea industrial. En la línea de consumo masivo de pastas alimenticias se encuentran: Pastas la Muñeca, Conzazoni, Pastas San Remo, Pugliese, en harinas de trigo familiar, Harina de trigo haz de oros, Aguileña y La Americana, en harinas de maíz, Doñareapa Choclo, Doñarepa del Campo, Doñareapa con Fibra, en premezclas se encuentran Mezcla lista para Natilla, mezcla lista para natilla arequipe y coco, Mezcla lista para Buñuelos, Mezcla lista para Pancakes y Syrup Light, Doña Torta, Mezcla lista para Cupcakes Vainilla, Mezcla lista para Brownies, Mezcla lista para Galletas, en aceites y esparcibles, aceites de la marca Oleocali, Premier, Riquísimo, Canola Life, Bucatti, Salsas, Vinagre balsámico Bucatti,

Brownies mama-ia, Galletas Petitas, Tortillas tradicionales, Frutos Rojos, Avena, con Chía y Wraps, Vinagres Bucatti. Y en la línea Industrial participa en el mercado con las siguientes marcas, Línea Clásica Harina de Trigo Haz de Oros, Premezclas industriales para tortas y brownies y margarinas industriales tales como Natura, Pa'l Dia y La Americana.

Este análisis se basa en los datos financieros reales de la empresa Harinera del Valle S.A., esta organización cuenta en la actualidad con cinco (5) plantas de producción y once (11) distritos comerciales ubicados en diferentes ciudades de Colombia, vende, y distribuye en 600 municipios. Actualmente cuenta con 40 marcas las cuales están dentro de las preferidas del consumidor colombiano en las 10 categorías en las cuales la empresa tiene participación.

#### **4.1.2 Misión.**

Con marcas potentes y soluciones integrales, alimentamos hogares generando valor y bienestar.

#### **4.1.3 Visión.**

Ser una organización, innovadora, rentable y sostenibles con soluciones y marcas irresistibles que generan experiencias únicas en los mercados de alimentos nacionales e internacionales.

#### **IMAGEN 1. Logo tipo Harinera del Valle S.A.**



Fuente: Harinera del Valle S.A.

## IMAGEN 2. Algunas Marcas.



Fuente: Harinera del Valle S.A.

A continuación se describirán el estado de situación financiera y el estado de resultados integrales, de la empresa Harinera del Valle S. A, para los años 2015 – 2019, esto nos permitirá ver en retrospectiva, la situación económica general que presenta la empresa de acuerdo a sus informes año tras año.

### 4.2 Estados financieros Harinera del Valle S.A. del 2015 – 2019.

En las siguientes tablas, se puede observar las el estado de situación financiera y el estado de resultados integrados de la empresa Harinera del Valle S. A, los cuales se analizarán, y de esta manera dar una mirada mucho más amplia del comportamiento de la empresa durante los años de estudio, y así realizar una primera aproximación de la situación financiera de la organización.

## TABLA 2. Estado de situación Financiera 2019 - 2015.

ESTADOS DE SITUACION FINANCIERA SEPARADOS POR LOS AÑOS TERMINADOS DE 2019 A 2015  
Cifras expresadas en miles de pesos colombianos

ACTIVO	2019	2018	2017	2016	2015
<b>ACTIVOS CORRIENTES:</b>					
Efectivo y equivalentes de efectivo (Nota 6)	69.077.771	57.562.649	53.151.889	49.445.191	20.104.914
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar (	156.567.211	142.827.542	141.819.130	142.086.318	187.184.603
Activos financieros (Nota 8)	2.639.674	9.425.795	1.607.953	909.376	11.460.608
Inventarios (Nota 9)	138.758.691	149.120.074	121.656.302	123.761.727	118.490.612
Activos por impuestos corrientes (Nota 10)	24.364.577	17.059.491	15.017.361	11.288.608	15.619.337
Activos por derecho de uso (Nota 12)	2.207.421	-	-	-	-
Otros activos no financieros	1.325.502	1.162.077	994.577	1.014.591	817.194
<b>Total activos corrientes</b>	<b>394.940.847</b>	<b>377.157.627</b>	<b>334.247.213</b>	<b>328.505.811</b>	<b>353.677.268</b>
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES:</b>					
Cuentas por cobrar partes relacionadas (Nota 7)	33.028.550	25.687.694	20.689.324	22.987.580	13.562.817
Activos financieros (Nota 8)	759.574.569	594.442.013	666.266.692	644.361.860	120.255.754
Propiedad, planta y equipo, neto (Nota 11)	179.794.079	157.205.593	137.533.157	132.156.428	11.104.306
Activos por derecho de uso (Nota 12)	4.366.513	-	-	-	-
Propiedades de inversión (Nota 13)	35.882.585	22.827.859	15.731.695	16.575.925	1.514.760
Activos intangibles (Nota 14)	66.195.146	63.214.628	62.943.566	66.940.052	100.441.875
Inversiones en subsidiarias (Nota 15.1)	61.675.718	90.258.788	91.237.132	96.759.711	40.748.633
Inversiones en asociadas (Nota 15.2)	66.518.505	56.431.041	57.339.027	57.743.628	611.637.043
<b>Total activos no corrientes</b>	<b>1.207.035.665</b>	<b>1.010.067.618</b>	<b>1.051.740.592</b>	<b>1.037.525.184</b>	<b>899.265.188</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>1.601.976.512</b>	<b>1.387.225.245</b>	<b>1.385.987.804</b>	<b>1.366.030.994</b>	<b>1.252.942.456</b>
<b>PASIVOS Y PATRIMONIO</b>					
<b>PASIVOS CORRIENTES:</b>					
Préstamos (Nota 16)	229.006.410	193.357.582	157.897.061	187.141.812	188.214.502
Cuentas comerciales por pagar y otras cuentas por pagar (N	87.476.107	74.227.101	53.689.032	57.383.125	52.843.919
Pasivos por impuestos corrientes (Nota 18)	11.141.869	8.962.727	8.610.669	11.520.615	8.133.882
Beneficios a empleados (19)	6.727.984	6.431.576	5.925.098	5.587.108	5.243.251
Otros pasivos (Nota 20)	634.766	-	5.023.098	4.799.727	-
<b>Total pasivos corrientes</b>	<b>334.987.136</b>	<b>282.978.987</b>	<b>231.144.959</b>	<b>266.432.386</b>	<b>254.435.554</b>
<b>PASIVOS NO CORRIENTES:</b>					
Préstamos (Nota 15)	50.366.513	78.500.000	91.000.000	88.500.000	116.000.000
Cuentas por pagar a compañías relacionadas (Nota 16)	-	-	-	-	290.858
Pasivos por impuestos diferidos neto (Nota 33.2)	42.534.251	38.982.041	38.263.599	36.024.647	35.288.973
Beneficios a empleados (Nota 18)	1.453.587	1.290.778	1.934.621	1.872.654	2.032.333
Provisiones y pasivos contingentes (Nota 20)	695.315	695.315	1.332.631	1.543.292	1.612.765
<b>Total pasivos no corrientes</b>	<b>95.049.666</b>	<b>119.468.134</b>	<b>132.530.851</b>	<b>127.940.593</b>	<b>155.224.929</b>
<b>Total pasivos</b>	<b>430.036.802</b>	<b>402.447.120</b>	<b>363.675.810</b>	<b>394.372.979</b>	<b>409.660.483</b>
<b>PATRIMONIO:</b>					
Capital emitido (Nota 21)	722.868	722.868	709.000	709.000	676.026
Prima en colocación de acciones (Nota 21)	223.393.756	223.393.756	203.411.259	203.411.259	162.312.117
Reservas (Nota 22)	186.658.657	162.674.634	162.674.634	162.674.634	161.373.431
Utilidad del ejercicio	39.382.846	44.376.800	42.293.964	27.678.504	24.207.615
Utilidades retenidas	645.552.846	644.227.899	609.930.623	588.175.645	569.943.742
Otro resultado integral (Nota 22)	76.228.737	-	90.617.833	3.292.516	-
<b>Total patrimonio</b>	<b>1.171.939.710</b>	<b>984.778.124</b>	<b>1.022.311.996</b>	<b>971.658.016</b>	<b>843.281.976</b>
<b>TOTAL PASIVO MAS PATRIMONIO</b>	<b>1.601.976.512</b>	<b>1.387.225.245</b>	<b>1.385.987.806</b>	<b>1.366.030.995</b>	<b>1.252.942.459</b>

Fuente: Harinera del Valle S.A.

**TABLA 3. Estado de resultados Integrales 2019 – 2015.**

**ESTADOS DE RESULTADOS INTEGRALES SEPARADOS  
POR LOS AÑOS TERMINADOS EL 31 DE DICIEMBRE DE 2019 A 2015**  
Cifras en miles de pesos colombianos

	2019	2018	2017	2016	2015
Ingresos (Nota 23)	939.653.271	872.649.001	821.506.209	805.477.260	729.267.824
Costo de Venta (Nota 24)	(723.706.541)	(649.848.267)	(621.973.810)	(617.205.457)	(552.104.460)
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>215.946.730</b>	<b>222.800.734</b>	<b>199.532.399</b>	<b>188.271.803</b>	<b>177.163.364</b>
Margen bruto	23%	26%	24%	23%	24%
<b>Otros Ingresos Operacionales (Nota 25)</b>	<b>15.348.315</b>	<b>15.206.722</b>	<b>9.871.575</b>	<b>10.018.291</b>	<b>5.343.000</b>
Dividendos y otros Ingresos (Nota 26)	40.954.018	41.993.545	54.964.601	56.570.619	36.677.138
Otras ganancias y pérdidas (Nota 27)	3.197.930	1.559.318	(5.973.753)	(5.907.198)	(12.503.213)
Gastos de ventas (Nota 28)	(167.848.317)	(158.787.917)	(144.411.497)	(139.449.264)	(129.855.711)
Gastos de administración (Nota 29)	(34.217.786)	(45.575.551)	(30.612.513)	(28.967.010)	(28.262.050)
Costos financieros (Nota 30)	(18.290.503)	(17.133.109)	(19.142.427)	(19.689.440)	(16.196.011)
Otros gastos (Nota 31)	(8.094.607)	(11.997.978)	(15.571.717)	(26.484.726)	(4.795.482)
Participación en los resultados de las inversiones (Nota 32)	2.116.446	2.709.684	3.215.561	(1.941.980)	(4.677.390)
<b>Utilidad antes de impuesto sobre la renta</b>	<b>49.112.226</b>	<b>50.775.449</b>	<b>51.872.229</b>	<b>32.421.095</b>	<b>22.893.645</b>
<b>Margen operativo</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>4%</b>	<b>3%</b>
Gasto por impuesto sobre la renta: (Nota 33)					
Corriente (33.1)	-5450970	(4.474.310)	(5.073.910)	(8.253.304)	(3.141.787)
Diferido (33.2)	-4278410	(1.924.338)	(4.504.355)	3.510.713	4.455.758
<b>Utilidad neta</b>	<b>39.382.846</b>	<b>44.376.801</b>	<b>42.293.964</b>	<b>27.678.505</b>	<b>24.207.616</b>
<b>Margen neto</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>3%</b>	<b>3%</b>
<b>OTRO RESULTADO INTEGRAL:</b>					
<b>Partidas que pueden reclasificarse posteriormente al Resultado del Periodo</b>					
Ganancia por valoración de activos financieros designados a su valor razonable con cambios en otro resultado integral neto de impuestos	168400281				
Participación en otro resultado integral de las asociadas (Nota 22)	-	(88.599.881)	24.735.752	29.843.417	(44.372.269)
Participación de otros resultados integrales de subsidiarias (Nota 22)	-19823246	311.410	(1.971.444)	15.419.414	-
<b>Partidas que no se reclasifican posteriormente al resultado</b>					
Superávit por impuesto diferido de propiedades, planta y equipo	18983513	716.603	518.430	7.803.996	-
Ganancias (pérdidas) actuariales	(184.680)	594.877	(34.205)	125.217	314.924
<b>Total resultado integral del año</b>	<b>206.758.714</b>	<b>-48.938.671</b>	<b>56.543.302</b>	<b>92.043.650</b>	<b>-19.268.764</b>

Fuente: Harinera del Valle S.A.

### 4.3 Caracterización del Sector económico

La empresa Harinera del Valle S.A., pertenece al Sector de procesamiento y comercialización de alimentos y al subsector de la industria panificadora y molinera.

De acuerdo con la información del sector entre enero y octubre de 2019 la producción y las ventas reales del sector panificador tuvieron un crecimiento en 6.5% y 5.5% respectivamente.

En lo referente a la importación de productos terminados de panadería y pastelería se redujo en 1.4% mientras que la exportación aumento en 10.9%. Aunque la balanza comercial aun es deficitaria. (Informes Sectorial, 2019)

#### 4.4 ANÁLISIS DEL SECTOR.

La empresa Harinera del Valle S.A, cuenta con una amplia trayectoria a nivel departamental y nacional, en el negocio de grandes empresas productoras de productos de consumo masivo, por lo cual se presenta un análisis en su sector de acuerdo con su tamaño, producción e infraestructura, a continuación se presentan los siguientes gráficos.

**TABLA 4. Estados financieros del 2019 de las 10 empresas más representativas del sector de la industria panificadora - Estado de resultados.**

		ESTADO DE RESULTADOS						
No.	Empresa	Ingresos Operacionales	Costo	Resultado bruto	EBITDA	Resultado Operativo	Intereses	Resultado Neto
1	Harinera del Valle S.A	\$ 872,649.00	\$ 649,848.00	\$ 222,801.00	\$ 12,127.00	\$ 6,439.00	\$ 17,133.00	\$ 44,377.00
2	Bimbo de Colombia S.A	\$ 618,380.00	\$ 323,325.00	\$ 295,055.00	\$ 49,718.00	\$ 13,229.00	\$ 10,696.00	\$ 2,725.00
3	Alimentos Polar Colombia SAS	\$ 430,062.00	\$ 281,562.00	\$ 148,500.00	\$ 32,339.00	\$ 25,174.00	\$ 8,758.00	\$ 6,889.00
4	Compañía Manufacturera de Pan Comapan SAS	\$ 101,486.00	\$ 63,416.00	\$ 38,070.00	\$ 7,065.00	\$ 3,265.00	\$ 2,571.00	\$ 1,024.00
5	Pan Pa Ya Ltda	\$ 78,029.00	\$ 45,819.00	\$ 32,210.00	\$ 1,203.00	-\$ 423.00	\$ 1,618.00	\$ 985.00
6	Donuol S.A.	\$ 69,887.00	\$ 22,118.00	\$ 47,769.00	\$ 4,939.00	\$ 2,818.00	\$ 2,118.00	\$ 946.00
7	Industrias Alimenticias Permans	\$ 53,024.00	\$ 41,138.00	\$ 11,886.00	\$ 1,454.00	\$ 884.00	\$ -	\$ 559.00
8	Don Maiz SAS	\$ 46,182.00	\$ 23,902.00	\$ 22,280.00	\$ 6,892.00	\$ 5,923.00	\$ 2,078.00	\$ 2,957.00
9	Industrias Santa Clara SAS	\$ 44,464.00	\$ 29,878.00	\$ 14,586.00	-\$ 6,485.00	-\$ 7,089.00	\$ 259.00	-\$ 6,804.00
10	Los Honitos Panadería y Pastelería SAS	\$ 35,351.00	\$ 16,938.00	\$ 18,413.00	\$ 3,576.00	\$ 2,749.00	\$ 223.00	\$ 778.00

**Fuente: Supersociedades**

La organización Harinera del Valle S. A, presenta el mejor indicador con respecto a su competencia en términos de ingresos operacionales para el año 2019, con un valor de \$872.649 millones, pero también el mayor valor en costos por un valor de \$618.380 millones, lo cual genera una disminución de sus utilidades netas, quedando en segundo lugar por debajo de la organización Bimbo de Colombia S.A.

**TABLA 5. Estados financieros del 2019 de las 10 empresas más representativas del sector de la industria panificadora - Estado de situación financiera.**

No.	Empresa	ACTIVOS				PASIVOS				Patrimonio Total		
		Cuentas corrientes comerciales	Inventario	Activo Corriente	Activos Fijos	Activo Total	Cuentas por pagar	Pasivo financiero CP	Pasivo Corriente		Pasivo Financiero LP	Pasivo Total
1	Harinera del Valle S.A	\$ 168,515.00	\$ 149,120.00	\$ 377,158.00	\$ 157,206.00	\$ 1,387,225.00	\$ 74,227.00	\$ 193,358.00	\$ 282,979.00	\$ 78,500.00	\$ 402,447.00	\$ 984,778.00
2	Bimbo de Colombia S.A	\$ 42,360.00	\$ 25,469.00	\$ 102,175.00	\$ 488,692.00	\$ 639,074.00	\$ 78,536.00	\$ 25,400.00	\$ 134,853.00	\$ 152,000.00	\$ 289,278.00	\$ 349,796.00
3	Alimentos Polar Colombia SAS	\$ 49,966.00	\$ 51,854.00	\$ 123,474.00	\$ 91,279.00	\$ 229,168.00	\$ 94,374.00	\$ 26.00	\$ 116,436.00	\$ 3,557.00	\$ 137,484.00	\$ 91,684.00
4	Compañía Manufacturera de Pan Comapan SAS	\$ 10,332.00	\$ 10,774.00	\$ 21,874.00	\$ 52,338.00	\$ 75,379.00	\$ 9,275.00	\$ 4,432.00	\$ 16,490.00	\$ 20,142.00	\$ 42,774.00	\$ 32,605.00
5	Pan Pa Ya Ltda	\$ 4,004.00	\$ 2,674.00	\$ 11,204.00	\$ 15,479.00	\$ 34,450.00	\$ 10,686.00	\$ 5,732.00	\$ 18,918.00	\$ 6,229.00	\$ 25,566.00	\$ 8,884.00
6	Donucol S.A.	\$ 6,778.00	\$ 3,087.00	\$ 12,552.00	\$ 30,083.00	\$ 47,575.00	\$ 7,604.00	\$ 3,918.00	\$ 15,492.00	\$ 6,242.00	\$ 24,013.00	\$ 23,562.00
7	Industrias Alimenticias Permans	\$ 1,673.00	\$ 539.00	\$ 4,873.00	\$ 20,871.00	\$ 26,267.00	\$ 5,912.00	\$ 4,105.00	\$ 1,018.00	\$ -	\$ 10,018.00	\$ 16,249.00
8	Don Maiz SAS	\$ 18,172.00	\$ 1,455.00	\$ 24,290.00	\$ 11,556.00	\$ 36,125.00	\$ 4,377.00	\$ 482.00	\$ 8,122.00	\$ 15,800.00	\$ 24,607.00	\$ 11,518.00
9	Industrias Santa Clara SAS	\$ 4,005.00	\$ 3,441.00	\$ 8,995.00	\$ 3,301.00	\$ 12,373.00	\$ 37,791.00	\$ -	\$ 5,099.00	\$ -	\$ 39,134.00	\$ -26,761.00
10	Los Honitos Panadería y Pastelería SAS	\$ 221.00	\$ 629.00	\$ 2,068.00	\$ 17,545.00	\$ 20,241.00	\$ 4,121.00	\$ 252.00	\$ 3,154.00	\$ 3,154.00	\$ 11,017.00	\$ 9,224.00

Fuente: Supersociedades.

En la tabla anterior para el año 2019 se puede observar como la organización Harinera del Valle S. A, posee en términos totales, mayor número de activos y de pasivos, pero también se puede observar que sus pasivos financieros a corto plazo son muchos más altos con respecto a su competencia lo cual nos da a entender que la organización debe acceder a créditos corrientes para apalancar sus operaciones en el corto plazo de una manera óptima.

**TABLA 6. Situación de Harinera del Valles S.A. Frente a las demás empresas del sector, de acuerdo a algunos indicadores.**

No.	Empresa	RENTABILIDAD						LIQUIDEZ					ENDEUDAMIENTO					
		Margen bruto	Margen EBITDA	Margen Operativo	Margen Neto	EBITDA/Intereses	ROA	ROE	Razon Corriente	Prueba Acida	Rotacion cuentas corrientes	Rotacion Inventario	Rotacion cuentas por pagar	Ciclo Operacional	Endeudamiento	Concentracion pasivo Fro	Perido pago deuda	Pasivo total/ Ing. Operac
1	Harinera del Valle S.A	0.255	0.014	0.007	0.051	0.7	0.005	0.045	0.013	0.008	70	83	41	111	0.29	0.676	42.2	0.461
2	Bimbo de Colombia S.A	0.477	0.08	0.21	0.004	4.8	0.021	0.008	0.8	0.008	25	28	87	-34	0.453	0.613	13.4	0.468
3	Alimentos Polar Colombia SAS	0.345	0.075	0.059	0.016	3.7	0.11	0.075	0.011	0.008	42	66	121	-13	60	0.026	0.1	0.32
4	Compañía Manufacturera de Pan Comapan SAS	0.375	0.07	0.032	0.01	2.7	0.043	0.031	0.013	0.007	37	61	53	45	0.567	0.574	75	0.421
5	Pan Pa Ya Ltda	0.413	0.015	-0.005	0.013	0.7	-0.012	0.111	0.6	0.005	18	21	84	-44	0.742	0.468	-28.3	0.328
6	Donucol S.A.	0.684	0.071	0.04	0.014	2.3	0.059	0.04	0.8	0.006	35	50	124	-39	0.505	0.423	36	0.344
7	Industrias Alimenticias Permans	0.224	0.027	0.017	0.011	0	0.034	0.034	0.5	0.004	11	5	52	-36	0.381	0.41	46	0.189
8	Don Maiz SAS	0.482	0.149	0.128	0.064	3.3	0.164	0.257	0.03	0.028	142	22	66	98	0.681	0.662	27	0.533
9	Industrias Santa Clara SAS	0.328	-0.146	-0.159	-0.153	-28	-0.573	0.254	0.018	0.011	32	41	455	-381	3.163	0	0	0.88
10	Los Honitos Panadería y Pastelería SAS	0.521	0.101	0.078	0.022	1.6	0.136	0.084	0.7	0.5	2	13	88	-72	0.544	0.367	1.5	0.312

Fuente: Supersociedades.

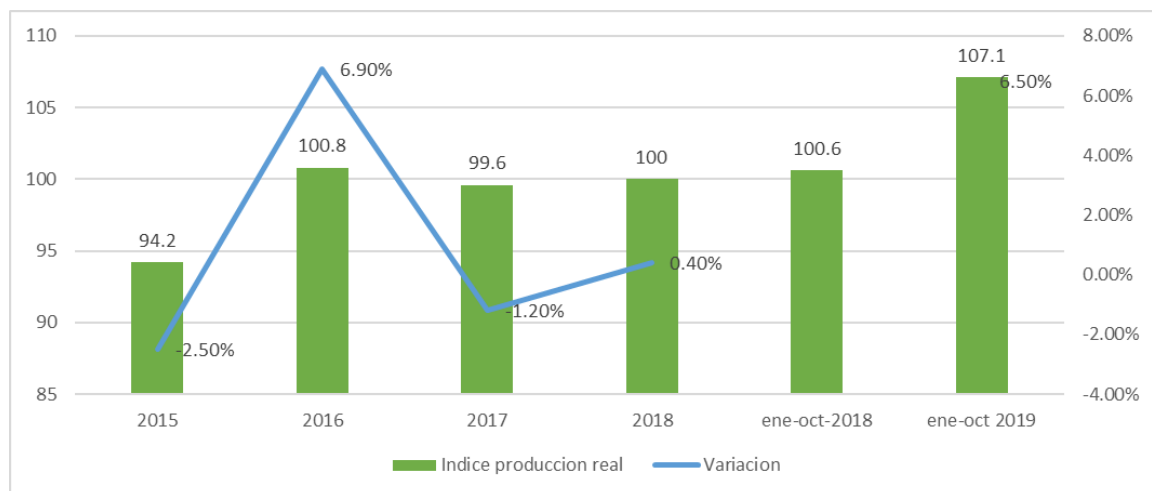
En términos de margen bruto se observa que la empresa Harinera del Valles S.A, se encuentra por debajo de todos sus competidores solo con un 25.5% lo cual da a entender que

a empresa es mucho más ineficiente en términos de la rentabilidad neta por cada unidad monetaria facturada, y esto se debe a sus altos costos.

#### 4.4.1 Índice de producción real

La producción de la industria panificadora en el país ha mostrado un desempeño favorable durante el 2019, mostrando una recuperación desde 2018. En particular, en julio de 2019, la elaboración de productos de panadería mostró el mayor crecimiento del año, con una tasa de 11,9% frente a julio de 2018. Igualmente, marzo y octubre mostraron un buen desempeño, en los que la producción se expandió en 9,8% y 8,8%, respectivamente. El incremento en la producción está asociado a la expansión de empresas de cadena del sector de alimentos, particularmente de las cafeterías low-cost como Tostao' Café y Pan y, más recientemente Konecta2, las cuales han ganado participación en el mercado nacional debido a los precios accesibles que manejan. (Informes Sectorial, 2019)

**Gráfico 3. Índice de producción Real.**

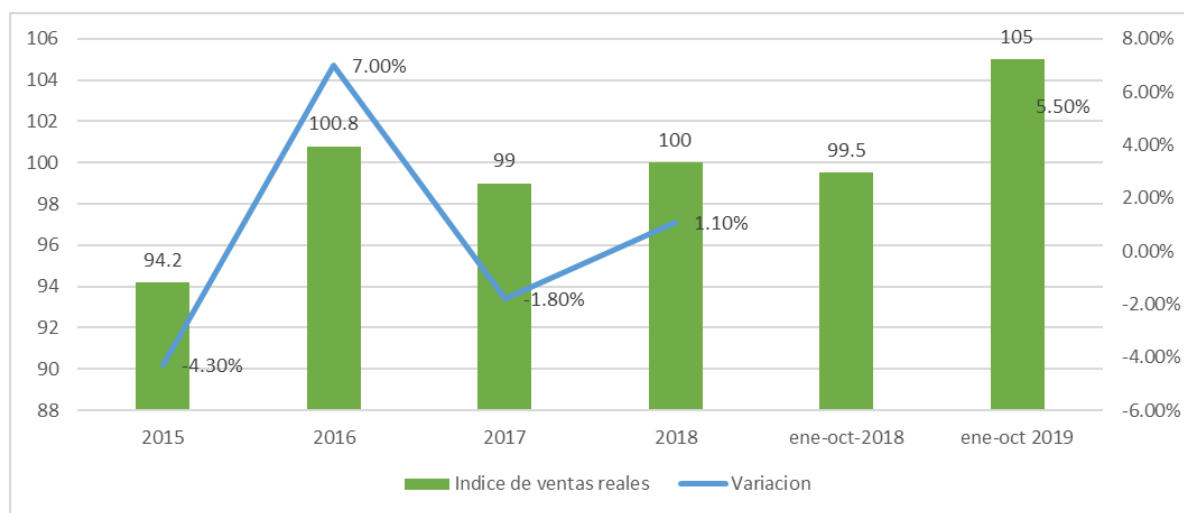


Fuente: DANE.

#### 4.4.2 Índice de ventas reales del sector panificador

Las ventas del sector se han movido con tendencias similares a la de la producción. El mayor crecimiento en ventas se registró en julio de 2019, con una expansión del 11,6% con respecto al mismo mes del 2018. Otros meses positivos en términos de ventas fueron septiembre y octubre, en los que la tasa de crecimiento fue 9,9% y 8,6%, respectivamente. La dinámica de ventas se encuentra explicada por el hecho de que los productos de panadería son ampliamente demandados en el país. De hecho, según un estudio de Taste Tomorrow el cual ofrece una visión profunda de las tendencias mundiales de consumo, en donde se realizan entrevistas a más de 11.000 consumidores en 25 países, donde les preguntan sus opiniones, actitudes y percepciones relacionadas con la industria de los productos terminados, en donde el resultado del estudio fue que alrededor del 70% de los colombianos consumen algún producto de panadería a diario. (PURATOS GROUP , 2020)

**Gráfico 4. Índice de ventas reales.**



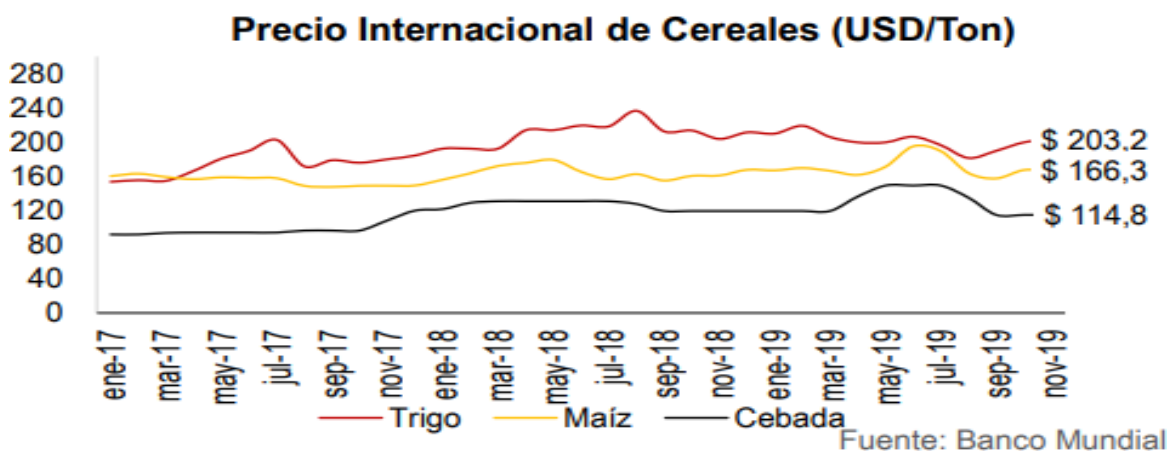
Fuente: DANE.

### 4.4.3 Estructura de costos

Los cereales utilizados como insumo para la producción de harina son, en su mayoría, importados, pues la producción nacional de ellos no es sustancialmente alta. Por esta razón, el costo de producción del sector panificador está estrechamente relacionado con la dinámica del precio internacional de los cereales y del comportamiento de la tasa de cambio en el país. Entre enero y noviembre de 2019, el precio del trigo se redujo en 4,3% frente al mismo periodo de 2018, mientras que el precio del maíz y la cebada crecieron en 3,8% y 2,2%, respectivamente, de modo que el incremento no fue considerable. (Informes Sectorial, 2019)

Para evitar un incremento considerable en el valor de los insumos traídos desde el exterior la organización Harinera del Valle, realiza contratos Forward y Futuros para garantizar un precio estándar, que genere estabilidad en su cadena de producción, y de esta manera no verse perjudicado en la variación de la tasa de cambio con respecto a la moneda nacional.

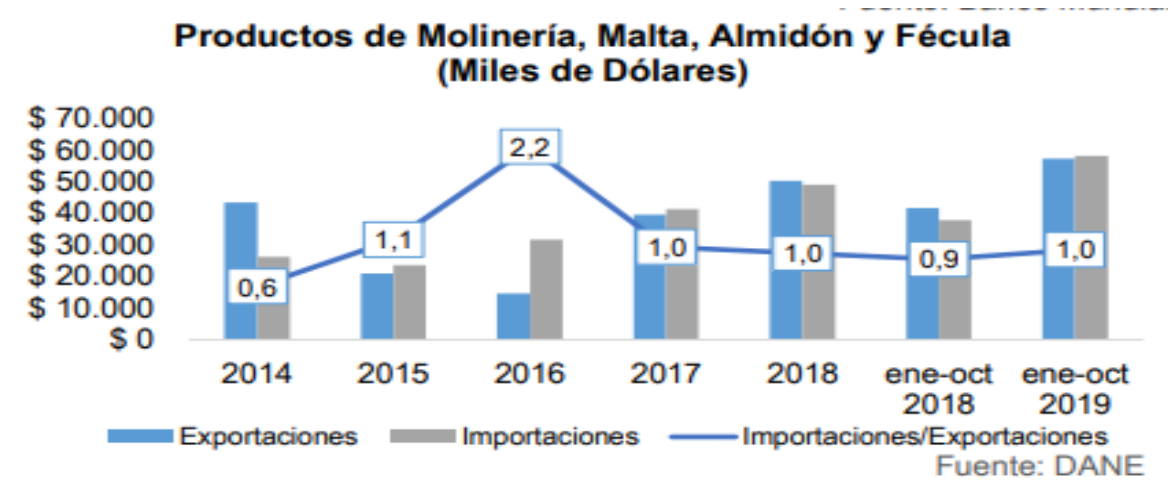
**Gráfico 5. Precio Internacional de los cereales.**



Por su parte, durante el 2019, la tasa de cambio sufrió una de los mayores incrementos de los últimos años. De hecho, entre enero y noviembre de 2019, la tasa de cambio fue \$3.281 en promedio, con lo que mostró un crecimiento del 11,5% respecto al mismo periodo de 2018. Debido a esto, a pesar de que el precio internacional de los cereales fue favorable, la tasa de cambio terminó encareciendo los insumos de producción y afectando la rentabilidad del sector. (Informes Sectorial, 2019)

Por último, las exportaciones de productos de molinería alcanzaron entre enero y octubre de 2019 los US\$57,3 millones de dólares, con lo que crecieron un 37,5% con respecto al mismo periodo de 2018. En contraste, las importaciones llegaron a US\$58,2 millones de dólares, lo cual implicó un crecimiento de 53,8% respecto a 2018. Así, se observa que las importaciones de insumos del sector panificador no se contrajeron en respuesta a la depreciación del peso colombiano. (Informes Sectorial, 2019)

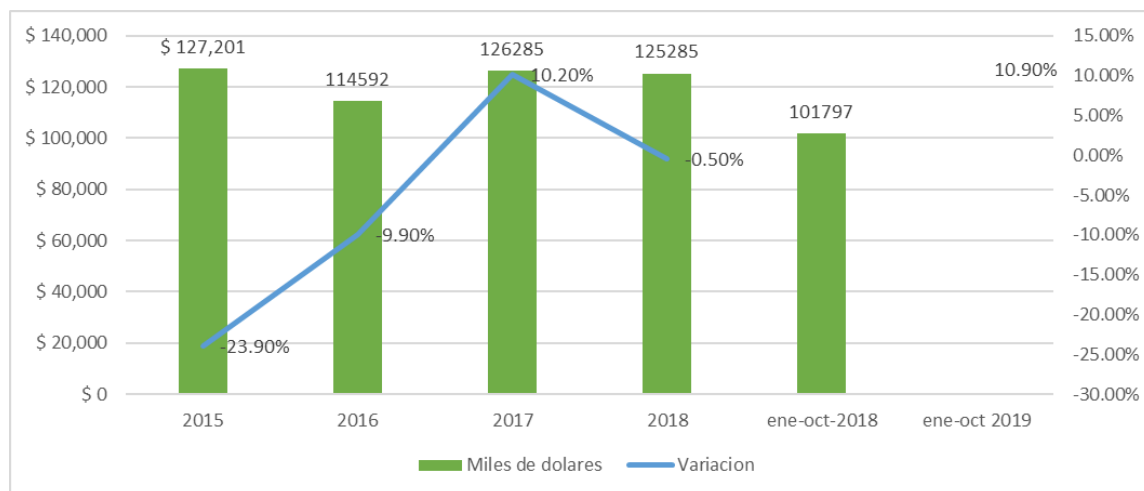
**Gráfico 6. Producción de molinería, malta almidón y fécula.**



#### 4.4.4 Análisis del comercio internacional

La balanza comercial de productos de panadería y pastelería ha sido deficitaria históricamente, lo cual implica que la producción nacional debe competir con los productos producidos en el exterior. Sin embargo, entre enero y octubre de 2019, las importaciones, que alcanzaron los US\$175, 4 millones de dólares, presentaron una contracción del 1,4% con respecto a los mismos meses de 2018, mientras que las exportaciones crecieron en un 10,9% y, a octubre de 2019, acumularon US\$112,9 millones de dólares. El incremento en las exportaciones está asociado a las compras navideñas hechas por colombianos residentes en el exterior. (Informes Sectorial, 2019)

**Gráfico 7. Exportaciones a base de Cereales, Harina y Leche.**

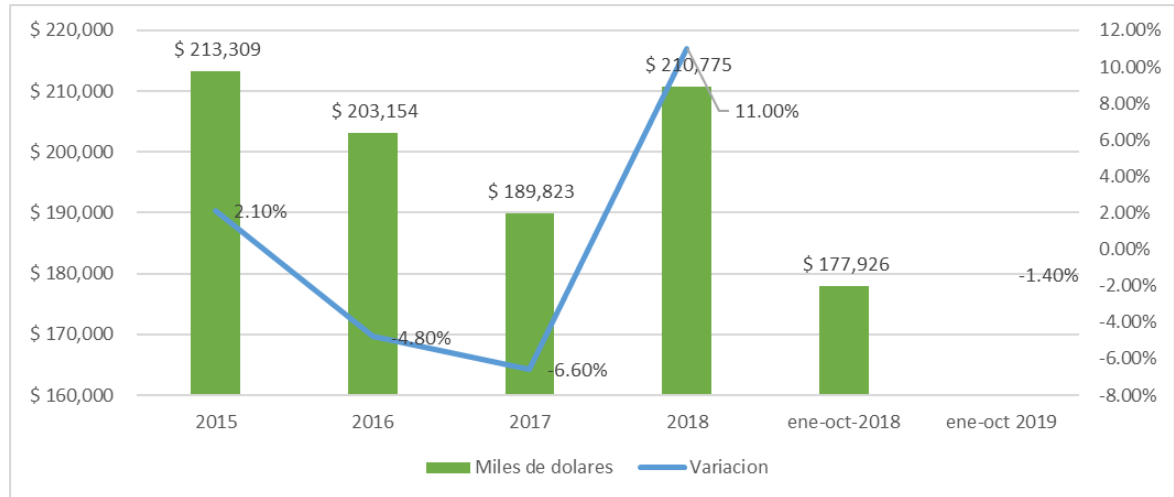


Fuente: DANE

Los principales destinos de las exportaciones colombianas fueron Estados Unidos, con un 22,3% de las exportaciones totales, seguido por Ecuador, con el 16,9%, y Perú, con el 14,8%. Por su parte, las exportaciones a Cabo Verde mostraron un crecimiento de 1.150% entre enero y octubre de 2018 y 2019, mientras que Benín y Francia también aumentaron sus

importaciones de productos colombianos en 348,9% y 320,5%, cada uno. (Informes Sectorial, 2019)

**Gráfico 8. Importaciones a base de Cereales, Harina y leche.**



Fuente: Supersociedades.

En octubre de 2019, los principales orígenes de las importaciones fueron México, con una participación del 29,9%, seguido por Irlanda y Estados Unidos, que representaron el 16,9% y 12,8%, respectivamente. Además, entre 2019 y 2018, las importaciones provenientes de México se redujeron en 18,4%, mientras que las de Irlanda crecieron en 71,4%, lo cual refleja un fortalecimiento de las relaciones comerciales con dicho país. Igualmente, es notorio el incremento de compras a Dinamarca y los Países Bajos, que mostraron incrementos del 91,9% y 52,9%, respectivamente. (Informes Sectorial, 2019)

#### **4.4.5 Análisis del mercado**

##### **4.4.5.1 Tendencias del consumo de pan en el país**

Según un estudio realizado por la firma consultora Kantar el cual se desempeña como el líder mundial en estudios de mercado, investigación y análisis; el mercado de pan en Colombia es maduro, pues el 98% de las familias compra productos de panadería cada año. (Planet, s.f.)

Dicho estudio también menciona que el hogar promedio compra alrededor de 408 gramos de pan cada 13 días por un precio aproximado de \$3.026. En cuanto a los canales de distribución preferidos por los colombianos, el estudio revela que el 65% de los hogares optan por realizar sus compras de pan en supermercados o mini mercados, de modo que acumulan el 26% de las ventas totales. En segundo lugar, están las tiendas de barrio con el 22% de las ventas y, por último, las tiendas de descuento, con el 18%. (Planet, s.f.)

En términos regionales, Bogotá, Medellín y Atlántico lideran el consumo de pan en el país y superan la media nacional, que se ubicó en 11,1 kilos por persona al año. Así, en Bogotá se consumen 11,5 kilos por persona al año, en Medellín, la cifra asciende 13,5 kilos y, en Atlántico, a 11,8 kilos. Por último, el estudio indica que el 41% de los colombianos se han decantado por consumir panes saludables. (Planet, s.f.)

##### **4.4.5.2 Proyecciones de producción y precio de cereales**

El informe de perspectivas agrícolas 2019-2028 publicado en conjunto por la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO) y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) proyecta que, para el período 2019-2028, la producción mundial de cereales aumentará en 384 millones de toneladas, lo cual

respondería a inversiones para mejorar los rendimientos de los cultivos. Particularmente, se espera que la producción de trigo crezca a 2028 en más del 11% y que dicho aumento se vea fundamentalmente en la región del Mar Negro, mientras que hay expectativas de que la productividad de los cultivos de este cereal mantenga su tendencia creciente en Rusia. Con respecto al maíz, el informe muestra proyecciones de crecimiento del 16% aproximadamente debido a mejoras en la productividad y a cambios en el uso de la tierra y destaca el rol del continente americano en dicho incremento. En cuanto a los precios de los cereales, se prevé una caída de 1% en el precio del trigo, mientras que el precio del maíz se reduciría en cerca del 0,5% durante el periodo 2019-2028. Tales reducciones estarían relacionadas con el aumento en el rendimiento de los cultivos. (Informes Sectorial, 2019)

#### **4.4.5.3 Perspectivas de la tasa de cambio**

La tasa de cambio juega un rol preponderante en el desempeño del sector panificador, en la medida en que muchos de sus insumos son producidos en el exterior. El pronóstico para 2020 es \$3.310,3 en promedio, con un máximo de \$3.600 y un mínimo de \$3.030. Así, no se espera un dólar por debajo de los \$3.300 para el próximo año. Igualmente, la tasa de cambio pronosticada para noviembre de 2021 es \$3.271,5, con un mínimo de \$2.850 por dólar, con lo que no hay expectativas de apreciación del peso colombiano en el futuro cercano. Estas proyecciones permiten esperar un crecimiento en los costos de producción del sector, al tiempo que las importaciones de productos terminados de panadería y pastelería se harían relativamente más costosas. En este contexto, habría oportunidad para la sustitución de importaciones por bienes producidos localmente. (Informes Sectorial, 2019).

#### **4.4.5.4 Plan de negocios para snack, galletas y aceites de Colombia productiva.**

Con el objetivo de incrementar las exportaciones no minero energéticas del país, el Gobierno Nacional a través de Colombia Productiva diseñó el Plan de Negocios a 2028 para la industria de alimentos, particularmente a los segmentos de snacks, galletas y aceites. El Plan propone estrategias para aumentar la producción, las ventas internas y externas de dichos productos, a través de mejoras en calidad y productividad del sector. En este contexto, la meta del Gobierno es que las exportaciones de estos tres segmentos lleguen a los 278 millones de dólares en 2028 y que tengan una tasa de crecimiento anual mayor al 4%. En particular, la meta relacionada con el segmento de galletas es que, a 2028, la producción llegue a los \$3,3 billones de pesos con un crecimiento del 7,8%, mientras que las ventas en el mercado local sean de \$4,3 billones de pesos con un incremento esperado del 7,3%. Por último, se busca que las exportaciones de galletas crezcan en 4,9% y lleguen a los US\$180 millones de dólares. Ahora, como estrategias para lograrlo se plantea la simplificación de la Inspección, Vigilancia y Control (IVC), la armonización del marco normativo con la de países de interés, la creación de estrategias para elevar los estándares de calidad y el fomento al desarrollo de productos sofisticados que se alineen al estilo de vida de los consumidores. (Informes Sectorial, 2019).

En la organización Harinera del Valle S.A, se puede observar una fuerte estructura empresarial, que la ubica como una organización líder en el sector, se pueden observar varios factores externos que inciden en la realización de sus productos como los precios de las exportaciones e importaciones en preparaciones en base de cereal, harina, leche y pastelería, para lo cual la empresa cuenta con una estructura financiera que le permite acceder a los

mejores precios a nivel internacional, estos son representados por contratos futuros o forward sobre estas materias primas, además posee dentro de su industria el mayor ratio de crecimiento en ventas operacionales, los mayores índices de concentración de pasivo con un 67%, los mayores costos de ventas, y un margen bruto del 25%, siendo este el más bajo de la industria, pero aun así es líder en este sector con una fuerte trayectoria que la posiciona como la organización líder en el sector a nivel regional y nacional, incluso por encima de su competencia directa como lo es la multinacional Bimbo de Colombia.

#### 4.5 Estructura de capital y diagnostico financiero Harinera del Valle S.A.

##### 4.5.1 ESTRUCTURA DE CAPITAL.

La estructura de capital de la Organización es bastante estandarizada, debido al tamaño y años de experiencia acumulada por parte de esta empresa en el mercado, esto la hace tener una estructura bastante definida y organizada para cada uno de sus procesos de deuda y recursos que posee, en la siguiente gráfica se explican algunos de esas ratios que se utilizaran para definir esta estructura de capital.

**TABLA 7. Estructura de Capital Harinera del Valle S.A.**

<b>Harinera del Valle S.A</b>					
	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Endeudamiento a largo plazo	36,69%	40,87%	35,57%	40,59%	48,58%
Beta Total	0,50	0,80	0,87	0,83	0,78
Tasa de Interés sobre la Deuda	7,69%	7,74%	9,33%	10,89%	8,31%
Patrimonio	1.171.939.710	984.778.124	1.022.311.996	971.658.016	843.281.976
Deuda a Largo Plazo	95.049.666	119.468.134	132.530.851	127.940.593	155.224.929
Pasivo corriente	334.987.136	282.978.987	231.144.959	266.432.386	254.435.554
<b>Total Activos</b>	<b>1.601.976.512</b>	<b>1.387.225.245</b>	<b>1.385.987.804</b>	<b>1.366.030.994</b>	<b>1.252.942.458</b>
Tasa libre de Riesgo (Rf)=	6,80%	6,80%	6,80%	6,80%	6,80%
Prima de riesgo del mercado=	10,59%	10,59%	10,59%	10,59%	10,59%
Tasa de impuestos=	33%	33%	33%	33%	33%
Ki (1-t) =	5,16%	5,19%	6,25%	7,29%	5,57%
$K_0 = K_e (1-L) + K_i(1-t) L$	15,25%	17,42%	16,86%	15,86%	16,96%
$K_e = R_f + B_u (R_m - R_f) + \text{Riesgo Pais}$	18,74%	22,01%	20,72%	19,98%	23,15%

Fuente: Propia.

#### **4.5.1.1 Endeudamiento a largo plazo.**

La empresa paso de tener una deuda a largo plazo para el 2015 de 48.58% a 36.69% para el año 2019, esto es sano para la organización, ya que disminuyo en 5 años más de 10 puntos porcentuales sus acreencias, generando mayores utilidades para los accionistas, y liberando deudas con terceros.

#### **4.5.1.2 Deuda a largo plazo.**

Desde el 2015 hasta el año 2019, se observa una disminución considerable en términos contables de la deuda en la empresa pasando de \$155.224.929 a \$95.049.666, lo cual genera un incremento en el patrimonio de la organización reflejado en su balance general.

#### **4.5.1.3 Tasa de interés sobre la deuda.**

Estas tasas van muy acordes con la disminución de la deuda a largo plazo de la organización, ya que para el último año tenemos la estadística más baja en términos de tasa sobre la deuda, la cual arroja un resultado de 7.69% para el año 2019, generando menos pagos en los intereses sobre la deuda con terceros.

#### **4.5.1.4 Patrimonio.**

Se puede decir que el crecimiento en el patrimonio de la organización año a año es constante, generando mayores recursos para la empresa Harinera del Valle y sus inversionistas.

En la siguiente tabla se observa el análisis año a año de las tasas de costo de oportunidad ( $K_e$ ) y costo promedio ponderado ( $K_o$ ) con relación a la tasa de deuda ( $k_i$ ) de la empresa Harinera del Valle.

**TABLA 8, Ko, Ke, Ki.**

Observamos.		
A)	Ke>Ko>Ki(1-t)	
2015	23.15%>16.96%>5.57%	2018 22.01%>17.42%>5.19%
2016	19.98%>15.86%>7.29%	2019 18.74%>15.25%>5.16%
2017	20.72%>16.86%>6.25%	

Fuente: Propia.

Cumple con los diferentes fondos esperados por los distintos tipos de inversión debido a que  $Ke > Ko > Ki$ , esto significa que las tasas de oportunidad de los accionistas y el costo promedio de capital, alcanza para a cubrir las diferentes tasas de deuda externa que tiene la compañía.

**TABLA 9. Apalancamiento Financiero.**

<b>B)</b>	Existe apalancamiento financiero Positivo
	$Ke = Ko + [Ko - Ki(1-t)]L$
	Debido a que $Ko > Ki(1-t)$
	Esta estructura de deuda es conveniente para Harinera debido a que su $Ko >$ supera el costo de su deuda $Ki(1-t)$

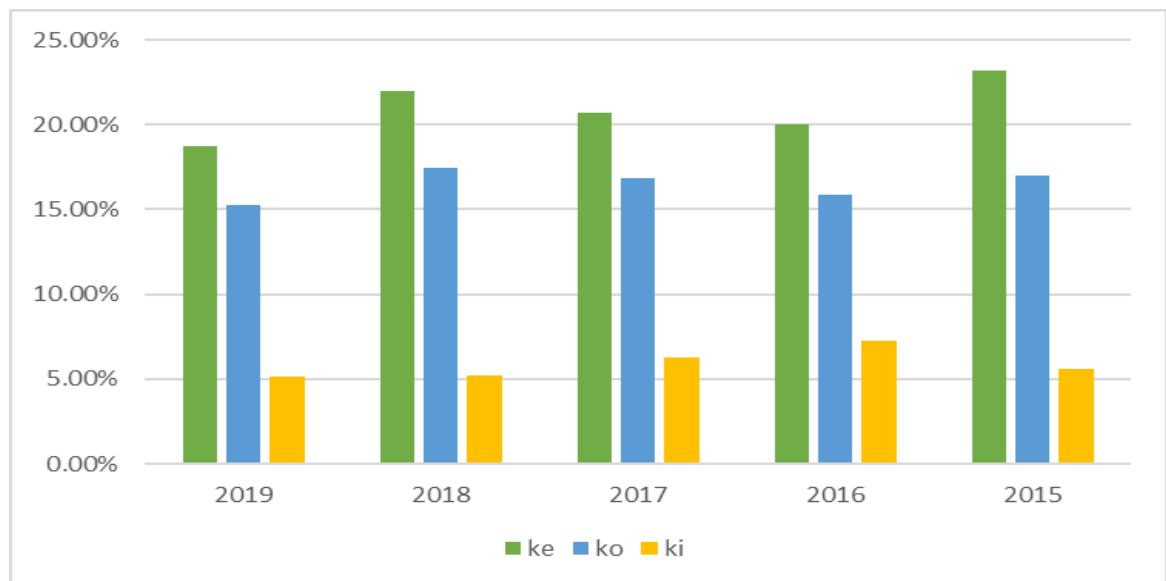
Fuente: Propia.

Observamos que el aumento del costo de su deuda (ki) para cada año es muy volátil, debido a que en algunos años anteriores es superior a los años posteriores, esto puede suceder, debido a la fluctuación de las tasas internacionales, en la cual la organización tiene su deuda, esto afecta el costo  $Ko$  y  $Ke$  debido a que se exige mayor rentabilidad por parte de los accionistas y de la empresa.

Además existe un apalancamiento positivo, que permite con las inversiones de capital hechas por la empresa y accionistas, cubrir las deudas con sectores externos a la organización.

En la siguiente tabla se presentan por año los diferentes porcentajes de las distintas tasas calculadas para definir la estructura de capital de la empresa Harinera del Valle.

**TABLA 10. Comparación Ke, Ko, Ki.**



Fuente: Propia.

El riesgo económico de la organización se tomó en base al riesgo de su propia estructura de utilidades, y de esta manera con base en su estructura de capital se encuentra su beta apalancada  $B_l$  para cada uno de los años analizados y luego se determina un promedio de  $B_l$ , para observar el riesgo económico de los años observados.

El riesgo económico es igual =  $\beta_u = 0,75480761$

Beta promedio de la organización entre 2019 – 2015

**TABLA 11: Riesgo económico**

D)	Harinera del Valle S.A	2019	2018	2017	2016	2015
	$\beta_L = \beta_U(1+(1-t)D/S)=$	0,50	0,80	0,87	0,83	0,78
	Apalancamiento Financiero = D/S	0,37	0,41	0,36	0,41	0,49

Fuente: Propia.

El riesgo (BL) total para cada uno de los años analizados es mayor que su apalancamiento financiero.

**TABLA 12. Análisis de estructura financiera.**

Rentabilidad del patrimonio=	ROA + CF	2019	2018	2017	2016	2015
		0,67%	1,36%	1,38%	-0,03%	0,40%
Margen operacional=	$\frac{\text{Utilidad operacional}}{\text{Total ventas}}$	2019	2018	2017	2016	2015
		3,11%	3,86%	4,18%	3,71%	3,34%
Rotación de Activos	$\frac{\text{Total ventas}}{\text{Activos Totales}}$	2019	2018	2017	2016	2015
		58,66%	62,91%	59,27%	58,96%	58,20%

Fuente: Propia.

Esta estructura financiera nos aclara el porqué de los valores negativos del EVA para cada año analizado, esto se debe a que el margen operacional para cada uno de los años es muy bajo, ubicándose por debajo de sus tasas de crecimiento sostenible, lo cual hace que la compañía no genere las suficientes utilidades por cada peso que entra exigidos por los accionistas, además la rotación de activos es bastante alta, dando a entender que existe un exceso de estos dentro de la organización, por lo cual no se utilizan de manera correcta y por consiguiente siendo desperdiciados en la cadena de producción.

**TABLA 13. Indicadores de deuda y contribución financiera.**

	2019	2018	2017	2016	2015
ROA=	2,4584%	3,1990%	3,0515%	2,0262%	1,9321%
ROE=	3,3605%	4,5063%	4,1371%	2,8486%	2,8706%
CF=	-1,6229%	-1,6157%	-1,5191%	-2,1033%	-1,5339%
ID=	8,5041%	8,7683%	8,8409%	9,3118%	6,6236%
Deuda/Patrimonio=	26,84%	29,01%	26,24%	28,87%	32,70%

Fuente: Propia.

La rentabilidad del patrimonio es muy pobre incluso siendo negativa para el año 2016 con un porcentaje de  $-0.03\%$ , esto se debe a que el rendimiento del activo no es el adecuado, para cubrir los excesos de deuda en la organización, generando contribuciones financieras (CF) negativas.

La estructura de capital de la organización, es muy robusta, ya que nos muestra distintos indicadores que solventan fuertemente la situación financiera de la empresa, podemos observar que se ha disminuido el valor de la deuda a largo plazo, además maneja tasa de deuda promedio de  $7.69\%$  para el 2019 la cual es manejable en el pago de intereses bajos que benefician el acceso a deuda, también se pueden observar un apalancamiento financiero positivo debido a que se cumplen con los distintos tipos de inversión que exigen los inversionistas y la organización con respecto a la tasa de la deuda, por consiguiente se tiene el siguiente comportamiento en la estructura de capital  $K_e > K_o > K_i$ ; esto significa la cobertura de los distintos tipos de deuda por parte de la empresa y de los accionistas, esto conlleva al análisis de un riesgo económico que para la organización es de  $0.50$  el cual está por encima del apalancamiento financiero el cual representa el  $0.37$ , lo cual nos dice que la empresa posee un riesgo moderado pero que apalanca sus operaciones financieras no solo con deuda externa sino que también que utiliza sus recursos propios, con base a estos

hallazgos se realizó un análisis a la estructura financiera con base a los indicadores de rentabilidad del patrimonio, margen operacional y rotación de activos, teniendo para este último indicador que la rotación es bastante alta, por consiguiente existe un exceso de activos que sugiere que la organización está desperdiciando estos activos y muchos de estos no se manejan de manera correcta para el proceso de producción, por ultimo tenemos una rentabilidad del patrimonio baja, la cual genera contribuciones financiera (CF) negativas.

**TABLA 14. Flujo de caja Libre (FCL).**

FLUJO DE CAJA LIBRE						
Años		2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos por ventas		729.267.824	805.477.260	821.506.209	872.649.001	939.653.271
(-) Costo de Ventas		(552.104.460)	(617.205.457)	(621.973.810)	(649.848.267)	(723.706.541)
<b>(=) Utilidad Bruta</b>		<b>177.163.364</b>	<b>188.271.803</b>	<b>199.532.399</b>	<b>222.800.734</b>	<b>215.946.730</b>
(-) Gastos de administración y ventas		158.117.761	168.416.274	175.024.010	204.363.468	202.066.103
(-) Gastos emisión bonos		0	0	0	0	0
(-) Gastos mantenimiento bonos		0	0	0	0	0
(-) Gastos Operativos						
<b>(=) Ebitda</b>		<b>19.045.603</b>	<b>19.855.529</b>	<b>24.508.389</b>	<b>18.437.266</b>	<b>13.880.627</b>
(-) Gastos de amortización y depreciación		52.293.880	56.783.007	62.122.297	65.537.253	70.651.702
<b>(=) Utilidad operativa (UO)</b>		<b>33.248.277</b>	<b>36.927.478</b>	<b>37.613.908</b>	<b>47.099.987</b>	<b>56.771.075</b>
<b>(-) Intereses</b>						
(-) Impuesto de renta		1.313.971	4.742.591	9.578.265	6.398.648	9.729.380
<b>(=) UODI</b>		<b>34.562.248</b>	<b>41.670.069</b>	<b>47.192.173</b>	<b>53.498.635</b>	<b>66.500.455</b>
(+) Gastos de amortización y depreciación		52.293.880	56.783.007	62.122.297	65.537.253	70.651.702
<b>(=) Flujo de Caja Bruto (FCB)</b>		<b>17.731.632</b>	<b>15.112.938</b>	<b>14.930.124</b>	<b>12.038.618</b>	<b>4.151.247</b>
(-) Inversión Inicial						
(-) Inversión Depreciable						
(-) Inversión Capital de trabajo	99.241.716	-	41.028.829	-	-	-
(+) Valor de mercado						140.270.545
(-) Pagos de dividendos		5.399.560	4.800.000	5.627.000	8.824.000	19.597.000
<b>(-) Pagos de capital</b>						
<b>Flujo de Caja Libre</b>	<b>-</b>	<b>99.241.716</b>	<b>12.332.072</b>	<b>30.715.891</b>	<b>9.303.124</b>	<b>3.214.618</b>
<b>FCL Presente (valor presente - VA)</b>		<b>-\$ 10.543.766,17</b>	<b>-\$ 49.395.561,81</b>	<b>-\$ 20.603.865,99</b>	<b>-\$ 8.746.090,77</b>	<b>-\$ 415.943.459,54</b>
<b>Periodos</b>		1	2	3	4	5
Requerimiento CT		99.241.716	62.073.424	103.102.254	94.178.640	59.953.711
Inversión CT	99.241.716	0	41.028.829	0	0	0

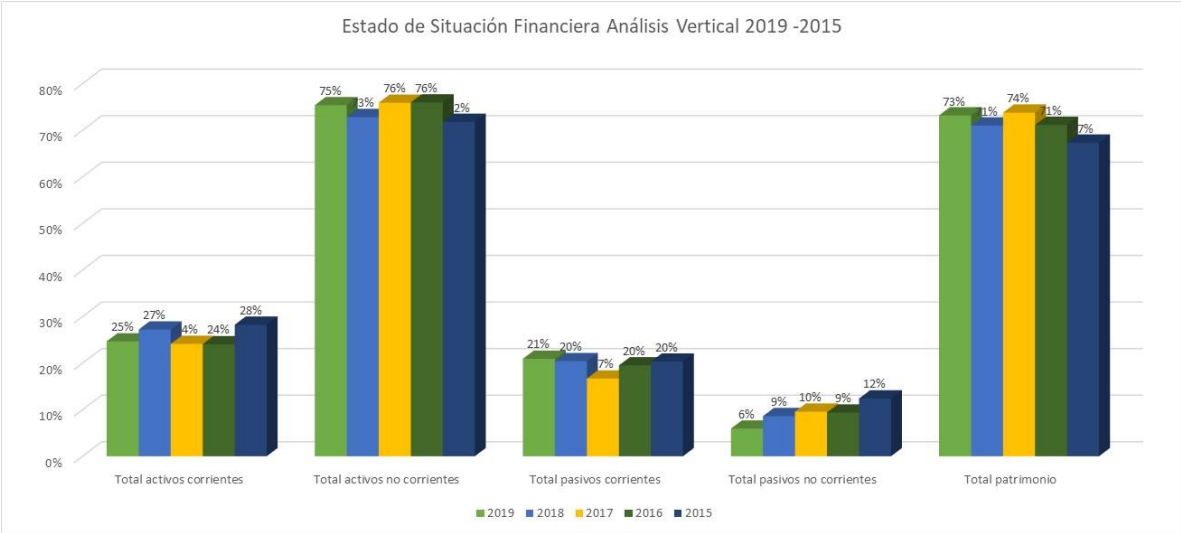
Fuente: Propia.

En las anteriores tablas se muestran los flujos proyectados del proyecto desde el año 2015 – hasta el año 2019, en los cuales se descuentan las inversiones en capital de trabajo proyectadas, además nos presenta las variaciones del flujo de caja libre, siendo para algunos años positivo y otro negativo, debido a los altos costos de ventas, gastos administrativos y de ventas de la organización, muchas veces afectando la liquidez de la empresa al largo plazo.

Con base en estos flujos de caja desarrollados, se realizan los siguientes indicadores de rentabilidad, crecimientos, análisis verticales, entre otros, que nos permita entender la dinámica de la empresa y como esta se mantiene a lo largo de los años financieramente.

**4.6 Análisis Vertical.**

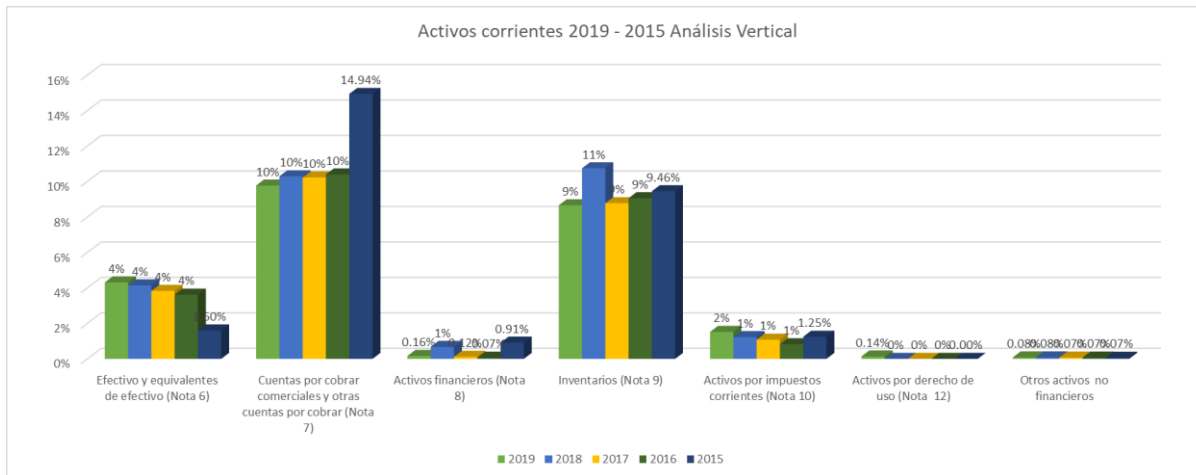
**Gráfico 9. Estado de situación financiera.**



Fuente: Propia.

Se observa en la gráfica de situación financiera, el fuerte crecimiento en las cuentas de activos no corrientes y el patrimonio de la organización, demostrando que la empresa Harinera del Valle, utiliza sus recursos pensando el negocio a largo plazo para la organización.

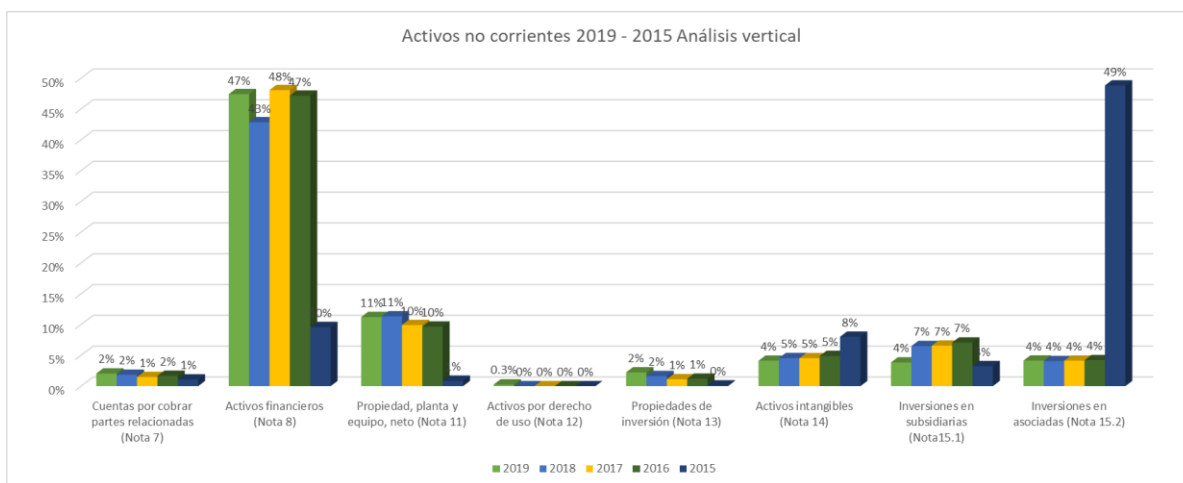
**Gráfico 10. Activos corrientes.**



Fuente: Propia.

En las cuentas del activo corriente, se observa que las dos cuentas con mayor crecimiento del 2015 al 2109 son: cuentas por cobrar, esto se debe al incremento de las cuentas por cobrar comerciales, debido a los diferentes tipos de créditos con sus respectivo clientes, mientras que la cuenta de inventarios crece debido al incremento de materias primas y de aceites en tránsito, necesarios para el desarrollo de su actividad de producción y comercialización principal.

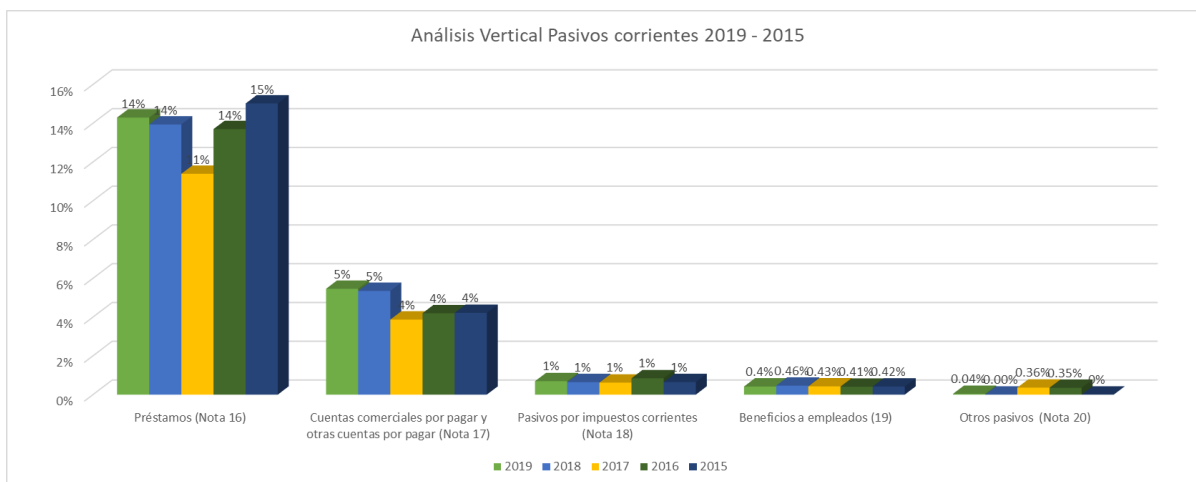
**Gráfico 11. Activos no corrientes.**



Fuente propia

La compañía utiliza o reinvierte la mayor parte de sus utilidades especialmente en activos financieros como se muestra en la gráfica anterior, estas inversiones realizadas son principalmente en instrumentos o cotizaciones en la bolsa de valores, actualizando estos valores en valor razonable cada año.

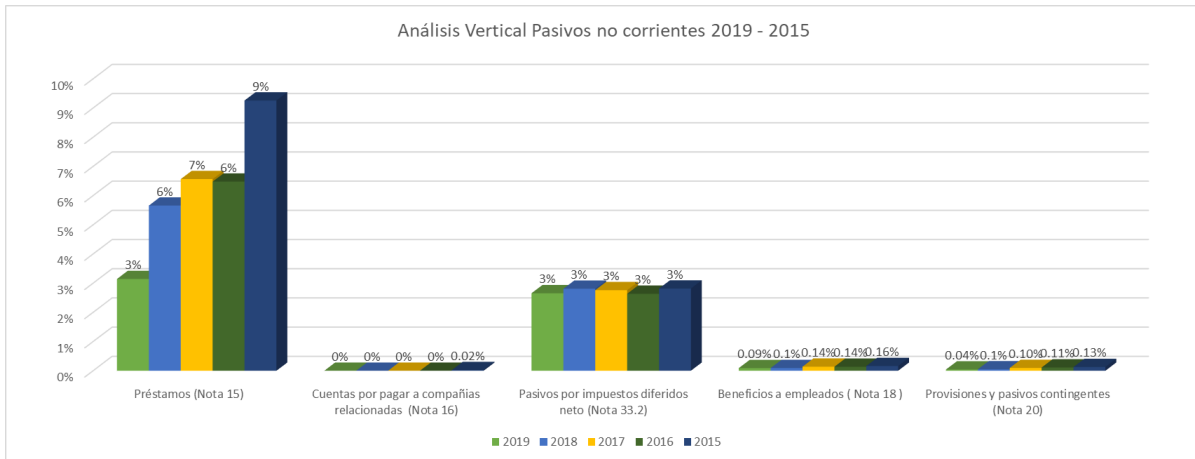
### Gráfico 12. Pasivos corrientes.



Fuente: Propia.

Para su operación a corto plazo se utilizan préstamos en tasas Libor + 0.5 a 6 meses, y su pago es en dólares, esta financiación se utiliza para la compra de materia prima, como se puede observar tiene un importante y sostenido crecimiento a través de los años analizados.

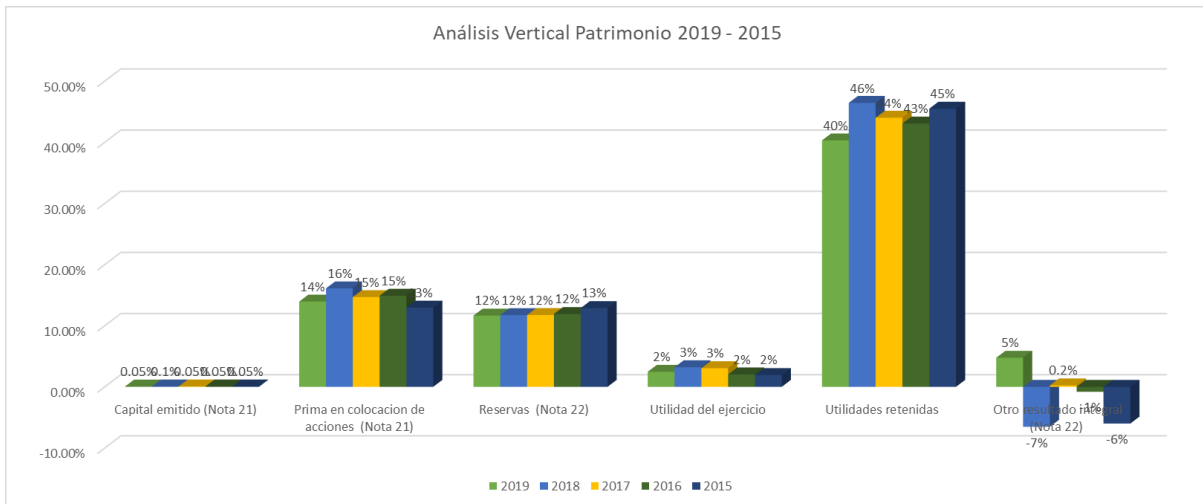
### Gráfico 13. Pasivos no corrientes.



Fuente: Propia.

Para sus operaciones al largo plazo la empresa Harinera del Valle, obtiene sus créditos en pesos mediante una tasa IBR + un spread adicional, dependiendo del año, aunque en la gráfica se observa una disminución considerable en estos préstamos durante el periodo analizado.

### Gráfico 14. Patrimonio.



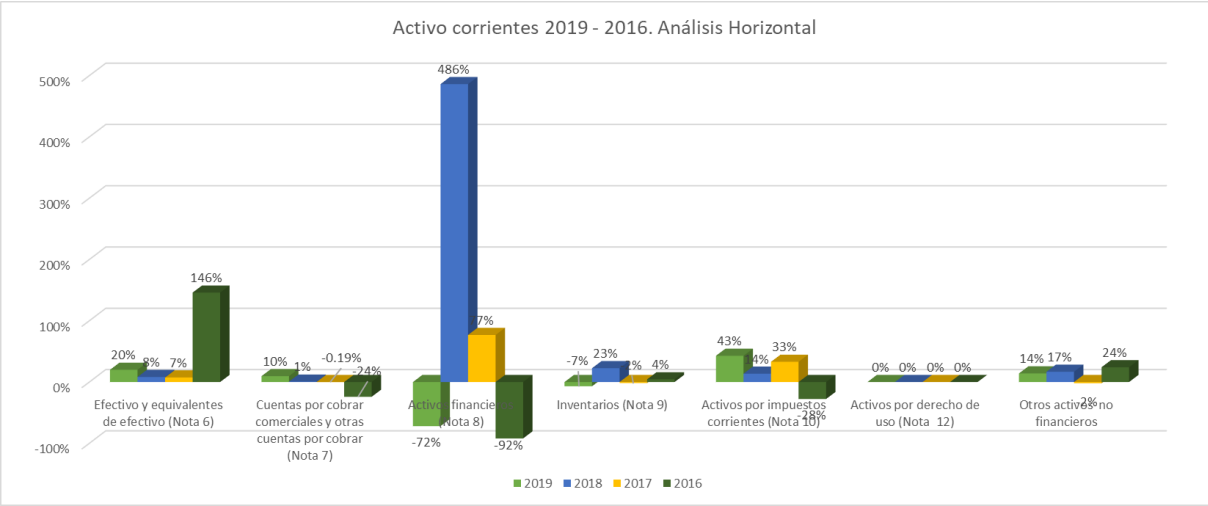
Fuente: Propia.

La organización retiene gran parte de sus utilidades, este varía entre los años analizados pero se ve reflejado entre un 40% y 46%, esto se debe a las enormes inversiones que se realizan, en infraestructura, maquinaria y equipos, inversiones en activos financieros e inversiones en sus subsidiarias.

**4.7 Análisis Horizontal.**

Tomando como base el año 2015, se hace un comparativo en los diferentes años para el estudio, de esta manera se logra identificar las diferentes variaciones que han tenido las cuentas del balance a través del tiempo, dando como resultado un análisis dinámico.

**Gráfico 15. Análisis Horizontal, Activos Corrientes.**

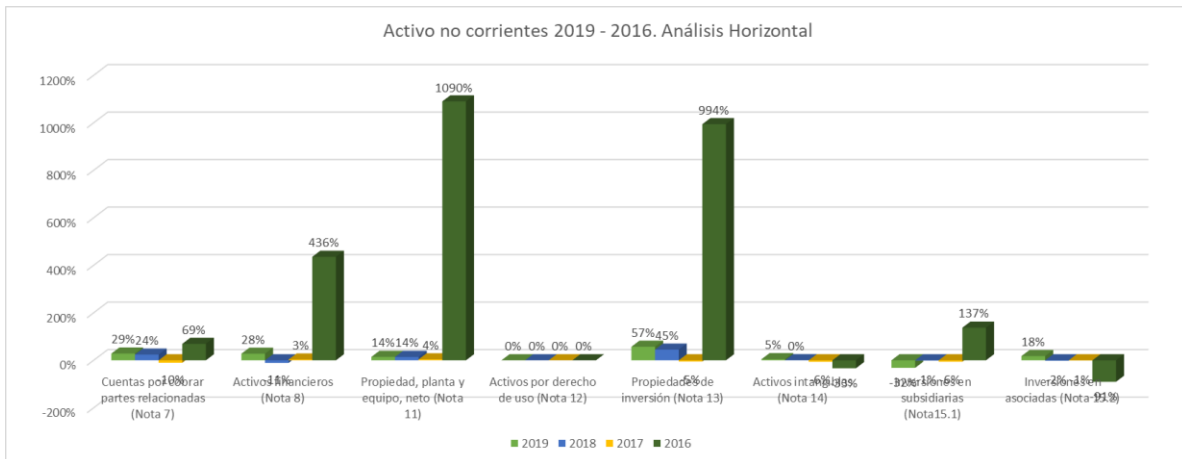


Fuente: Propia.

Se observa que la mayor variación en la cuenta de efectivo y sus equivalentes esta entre año 2015 y 2016 con un crecimiento del 146% en esta cuenta, esto se debe a un gran incremento del flujo de efectivo en bancos y sobregiros bancarios, además de esto podemos observar, el gran crecimiento en la cuenta activos financieros entre el año 2017 y 2018 con un valor de 486%, esto se debe a la enorme inversión que realizo la empresa para este periodo, entre las cuales se encuentran: Inversiones Chondular S.A.S, Portagranles S.A.S, Neteska Overseas

S.A, Enon Finances INC; además de otras inversiones realizadas mediante la Bolsa de Valores.

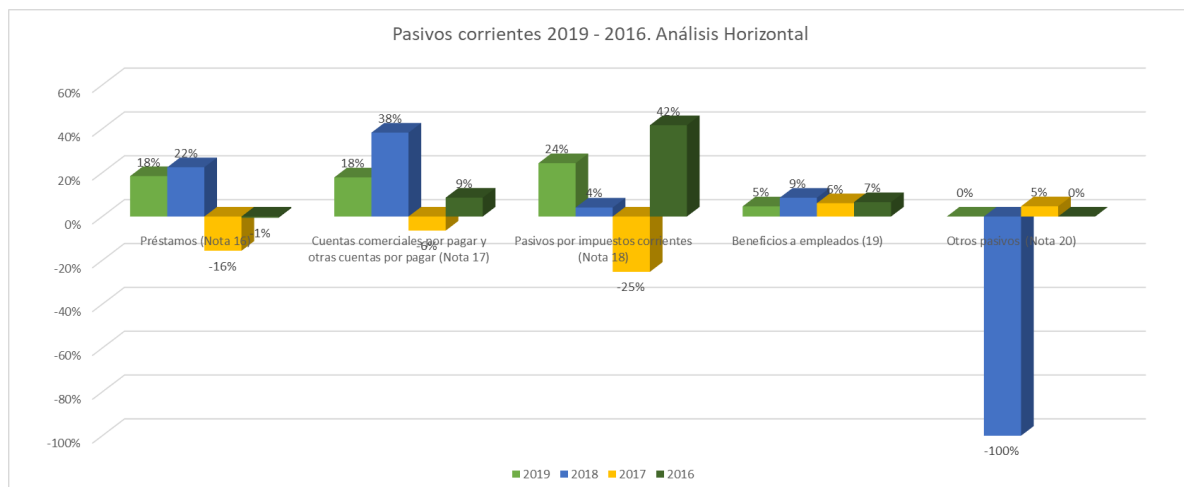
**Gráfico 16. Activos no corrientes.**



Fuente: Propia.

Las mayores variaciones de crecimiento que presentan las cuentas del activo corriente se dan entre los periodos 2015 – 2016, ya que en este año se hacen las mayores inversiones a largo plazo que realizó la compañía durante el periodo analizado, sobre todo en propiedad planta y equipo (1090%), y propiedades de inversión (994%).

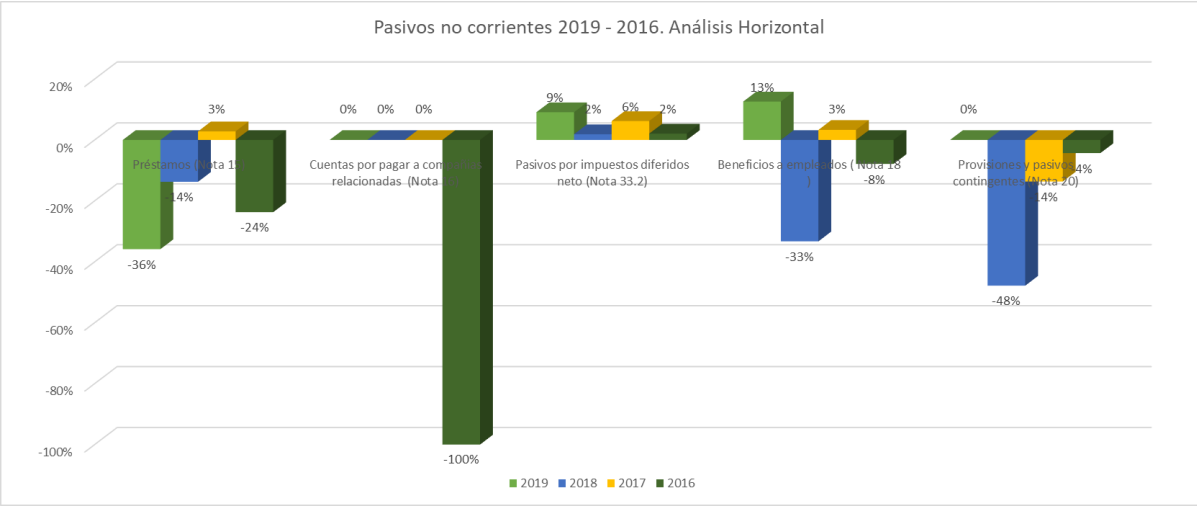
**Gráfico 17. Pasivos corrientes.**



Fuente: Propia.

Debido a la provisión en anticipos y otras cuentas por pagar que tiene la compañía como parte de sus políticas contables, se da que para el año 2018 no se realizan ninguno de estos anticipos o cuentas por pagar, por lo cual la cuenta de otros pasivos, disminuye en un 100% con relación al año 2017, además se observa incremento para el periodo 2015 – 2016 en los pasivos por impuestos corrientes y esto se debe al incremento del impuesto de renta (42%).

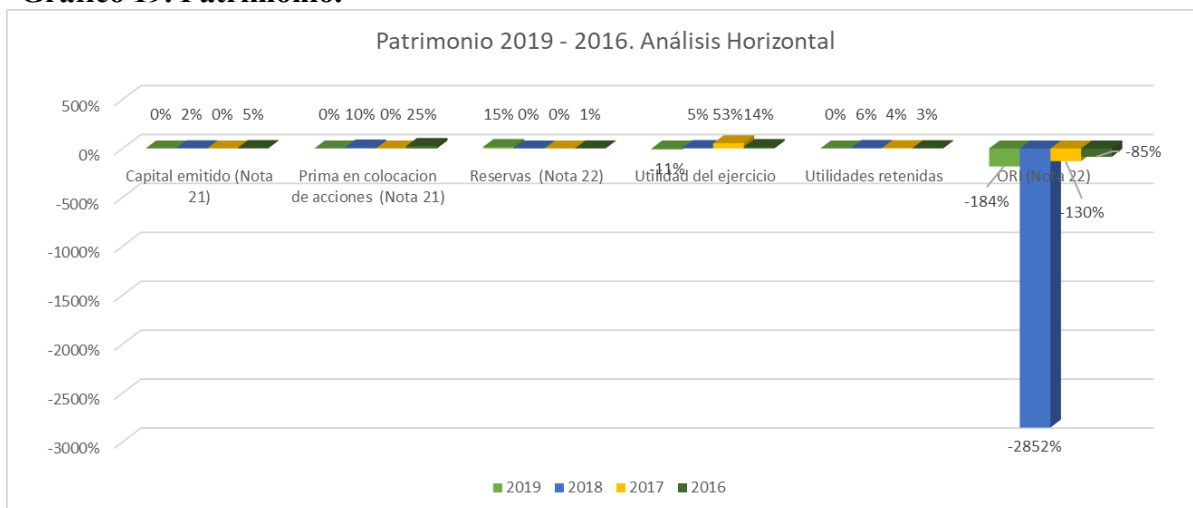
**Gráfico 18. Pasivos no corrientes.**



Fuente: Propia.

Durante el periodo de análisis se da una gran disminución en los pasivos corrientes lo que indica que la compañía aumenta su capital de trabajo para el periodo analizado y disminuye su riesgo por deuda, esto se puede observar en la baja estructura de deuda que maneja, incluso manejando tasas en IBR, las cuales no son superiores a tasas de 11% efectivas anuales; además ha disminuido su cartera por pagar hasta en un 100% durante el periodo 2015 – 2016.

## Gráfico 19. Patrimonio.



Fuente: Propia.

En el periodo 2017 – 2018 encontramos en la cuenta Otros resultados integrales (ORI) una disminución de 2852%, esto se debe debido a la disminución del valor de los activos financieros, realizados a valor razonable para la época.

## 4.8 INDICADORES.

Mediante los siguientes indicadores, se observará la liquidez, el endeudamiento y la rentabilidad, lo cuales servirán para observar el comportamiento de las cuentas del balance general de la organización.

**TABLA 15. Indicadores de Liquidez.**

	2019	2018	2017	2016	2015
<b>LIQUIDEZ</b>					
Liquidez General					
ACTIVO CORRIENTE / PASIVO TOTAL	0,92	0,94	0,92	0,83	0,86
Liquidez Corriente					
AC/PC	1,18	1,33	1,45	1,23	1,39
Prueba Acida					
(AC- INVENTARIOS)/ PC	0,76	0,81	0,92	0,77	0,92

Fuente: Propia.

#### 4.8.1.1 Liquidez General.

La empresa Harinera del Valle S.A. posee entre el año 2015 al 2019 por cada peso que debe, una capacidad de pago entre \$0.86 y \$0.92, para responder por sus deudas, lo cual es preocupante, dado que no alcanza la liquidez suficiente para cubrir ese peso de deuda solo con su liquidez.

#### 4.8.1.2 Liquidez Corriente.

En este periodo se observa que la organización si es capaz de generar un flujo de caja en el corto plazo que le permite responder adecuadamente a su deuda por cada peso de esta, estando entre los rangos de \$1.18 y \$ 1.39\$, excediendo con liquidez de \$0.18 y \$0.39.

#### 4.8.1.3 Prueba ácida.

Es contradictorio debido a que no alcanza a tener una liquidez que le permita exceder el pago de sus obligaciones a corto plazo, debido a que necesita de sus inventarios para así responder a este tipo de deudas, estando en un rango entre \$0.76 y \$0.92.

**TABLA 16. Indicadores de endeudamiento.**

ENDEUDAMIENTO	2019	2018	2017	2016	2015
Razón Deuda a Patrimonio (Pasivo Total / Patrimonio) * 100	36,69	40,87	35,57	40,59	48,58
Razón Deudas Totales (Pasivo Total / Activo Total)*100	26,84	29,01	28,87	28,87	32,70
Composición de Endeudamiento (Pasivo Corriente / Pasivo Total)*100	77,90	70,31	63,56	67,56	62,11
Inmovilizado de recursos no corrientes (Activo no corriente / (patrimonio + pasivo de L.P))*100	31,17	91,47	91,07	94,35	90,06
Inmovilizado del Patrimonio (Activo no Corriente / Patrimonio)* 100	103	102,56804	102,878632	106,778843	106,63873

Fuente: Propia.

#### **4.8.2 Razón deuda patrimonio.**

Entre el 35.57% y 48.58% del patrimonio corresponde al pasivo total, durante el periodo analizado; por cada 100 pesos de patrimonio existen \$35.57 y \$48.58 pesos de deuda.

#### **4.8.3 Razón deudas totales.**

La empresa tomo prestados de terceros entre \$26.84 y \$32.70 pesos por cada 100 pesos de activo total.

#### **4.8.4 Composición de endeudamiento**

Del pasivo total entre el 62.11% y 77.90% es pasivo corriente.

#### **4.8.5 Inmovilización de recursos no corrientes**

Entre el 31.17% y el 94.35% de los recursos de largo plazo fueron destinados al activo no corriente.

#### **4.8.6 Inmovilización del patrimonio.**

La empresa aplico de su patrimonio el 100% del activo no corriente.

**TABLA 17. Indicadores de rentabilidad.**

Rentabilidad	2019	2018	2017	2016	2015
<b>Rentabilidad Bruta</b>					
Utilidad Bruta / Activo total promedio	0,13	0,16	0,14	0,14	0,14
<b>Rentabilidad Operativa del activo</b>					
Utilidad Operacional / Activo Total promedio	0,018	0,024	0,025	0,022	0,019
<b>Rentabilidad del Activo antes de Impuestos</b>					
Utilidad antes de impuestos / Activo Total Promedio	0,03	0,04	0,04	0,02	0,02
<b>Rentabilidad Neta del Activo</b>					
Utilidad Neta / Activo Total Promedio	0,02	0,03	0,03	0,02	0,02
<b>Rentabilidad del Patrimonio antes de Impuestos</b>					
Utilidad antes de Impuestos / Patrimonio promedio	0,04	0,05	0,05	0,03	0,03
<b>Rentabilidad Neta del Patrimonio</b>					
Utilidad Neta / Patrimonio Promedio	0,03	0,05	0,04	0,03	0,03
<b>Margen Bruto</b>					
Utilidad Bruta / Ventas	0,23	0,26	0,24	0,23	0,24
<b>Margen Operativo</b>					
Utilidad Operacional / Ventas	0,031	0,039	0,042	0,037	0,033
<b>Margen antes de Impuestos</b>					
Utilidad antes de Impuestos / Ventas	0,052	0,058	0,063	0,040	0,031
<b>Margen Neto</b>					
Utilidad Neta / Ventas	0,042	0,051	0,051	0,034	0,033

**Fuente: Propia.**

#### **4.8.7 Rentabilidad Bruta.**

Por cada 100 Pesos invertidos en activos totales se genera una rentabilidad bruta de \$0.13 y \$0.16 pesos

#### **4.8.8 Rentabilidad operativa del activo**

Por cada 100 pesos invertidos en activos totales se generan una rentabilidad operativa entre \$0.018 y \$0.025 pesos.

#### **4.8.9 Rentabilidad del activo antes de impuestos.**

Por cada 100 pesos de activos totales obtuvo una rentabilidad entre 3% y 5% antes de impuestos.

#### **4.8.10 Rentabilidad neta del activo.**

Por cada peso invertido en activo se genera una rentabilidad entre \$0.02 y \$0.03 centavos.

#### **4.8.11 Rentabilidad del patrimonio antes de impuestos.**

Por cada 100 pesos de recursos propios se ha generado una rentabilidad entre \$0.03 y \$0.05 centavos después de impuestos.

#### **4.8.12 Rentabilidad neta del patrimonio.**

Por cada 100 pesos de recursos propios se ha generado una rentabilidad entre \$0.03 y \$0.05 centavos.

#### **4.8.13 Margen Bruto.**

Por cada peso obtenido en ventas Harinera del Valle obtuvo en ese periodo de años analizados entre 23% y 26% de utilidad bruta.

#### **4.8.14 Margen operativo.**

Por cada peso obtenido en ventas Harinera del Valle obtuvo en ese periodo de años analizados entre 3.1% y 4.2% de utilidad operacional.

#### **4.8.15 Margen antes de impuestos.**

Antes del pago de impuestos, Harinera del Valle, obtuvo una utilidad entre el 3.1% y 5.2% por cada peso en ventas.

#### **4.8.16 Margen Neto.**

Por cada peso que se obtiene en ventas, entre el 3.3% y 5.1% es utilidad neta, para Harinera del Valle entre los años 2015 y 2019.

#### 4.9 CALCULO DEUDA HARINERA DEL VALLE S.A.

En la política contable que maneja Harinera del Valle S. A, se puede observar el manejo de sus tasas de interés divididas en el corto y largo plazo, según los requerimientos ya establecidos por la dirección financiera de la organización, los requerimientos de préstamos a corto plazo son manejados en tasas de referencia internacional, en este caso en tasa Libor + un spread adicional según el año de referencia analizado, además su deuda se paga en dólares en un periodo no superior a 6 meses, mientras que su deuda a largo plazo se maneja con moneda local \$(peso), con una tasa IBR + otro spread adicional, dependiendo del año analizado, variando esta tasa según información de sus respectivas notas contables.

A continuación se identifica el valor de la deuda de Harinera del Valle para sus pasivos de corto plazo y largo plazo, entre los periodos 2015 – 2019, en tasas efectivas anuales.

**TABLA 18. Tasas de interés Harinera del Valle S.A.**

Tasas de Interés Harinera del Valle S.A						
	2019	2018	2017	2016	2015	
A Corto Plazo	Libor + 0,5%	Libor + 0,5%	Libor + 1,09%	Libor + 1,09%	Libor + 0,75%	
A largo Plazo	IBR + 3,35%	IBR + 3,35%	IBR + 3,35%	IBR + 3,35%	IBR + 3,35%	
	6,364%	6,364%	6,364%	6,364%	6,364%	
			IER + 3,02%	IBR + 3,02%	IBR + 3,02%	
Libor	2,31838%	2,49054%	1,47573%	1,05991%	0,48794%	
spread	0,5%	0,5%	1,09%	1,09%	0,75%	
Libor E.A	4,69051%	5,04311%	2,97324%	2,13106%	0,97826%	
<b>Valor Libor + spread</b>	<b>5,1905%</b>	<b>5,5431%</b>	<b>4,0632%</b>	<b>3,2211%</b>	<b>1,7283%</b>	<b>Deuda a Corto plazo</b>
IBR	4,34443%	4,39221%	5,98212%	7,53771%	4,95745%	
Spread	3,35%	3,35%	3,35%	3,35%	3,35%	
<b>IBR + Spread</b>	<b>7,69%</b>	<b>7,74%</b>	<b>9,33%</b>	<b>10,89%</b>	<b>8,31%</b>	<b>Deuda a Largo Plazo</b>

Fuente: Propia.

Los préstamos a corto plazo se utilizan principalmente para sus operaciones en compras de materias primas, mientras que la financiación a largo plazo se utiliza para inversiones, ya sean estas en subsidiarias, bolsa de valores, o propiedad planta, y equipo, además de activos de infraestructura para expandir sus operaciones.

Se puede observar tasas de financiación relativamente bajas y cómodas para la organización y el gran desarrollo que tiene esta para a nivel financiero detallando cada rublo en sus notas contables, además de contar con préstamos flexibles en moneda y tasas internacionales.

**TABLA 19. Indicadores de Rentabilidad y Deuda.**

	2019	2018	2017	2016	2015
ROA=	2,4584%	3,1990%	3,0515%	2,0262%	1,9321%
RSP=	3,3605%	4,5063%	4,1371%	2,8486%	2,8706%
CF=	-1,7931%	-1,8402%	-1,6689%	-2,0570%	-1,5292%
ID=	8,5041%	8,7683%	8,8409%	9,3118%	6,6236%
Deuda/Patrimonio=	26,84%	29,01%	26,24%	28,87%	32,70%

Fuente: Propia.

#### **4.9.1 Rendimiento Operativo del Activo (ROA).**

Los activos de la organización Harinera de Valle para los años Analizados representan un rendimiento positivo entre los valores de 2.0262% y 3.990% , mostrando que la empresa es rentable mediante el manejo adecuado de los activos que posee, independientemente si la deuda se consigue con recursos propios o financiación externa.

#### **4.9.2 Rendimiento sobre el capital propio (RSP o ROE).**

La empresa Harinera del Valle es una organización rentable, debido a que emplea sus recursos propios para financiarse, reinvertiendo sus utilidades para el crecimiento y

elaboración de sus proyectos y así mantener su negocio hacia el futuro, para los años analizados podemos observar crecimientos en este indicador entre 2.84% y 4.50%.

#### **4.9.3 Contribución Financiera (CF).**

La contribución financiera para la organización es negativa para cada año analizado debido a que su deuda/patrimonio es mucho más alta que su costo de deuda, además la rentabilidad operativa del activo es muy baja para solventar todos los gastos externos de financiación que requiere la empresa.

#### **4.9.4 Costo de la deuda (ID o Ki).**

Observamos tasas de financiación relativamente cómodas y bajas, como se habló anteriormente, ya que la organización toma su deuda a corto y largo plazo en tasas internacionales y nacionales, este costo de la deuda total de la empresa toma ambas tasas a corto y largo plazo, además que descuenta la tasa de impuesto del 34%, para el cálculo final de los préstamos.

#### **4.9.5 Deuda/Patrimonio**

La deuda sobre patrimonio de la empresa Harinera del Valle, indica que: durante el periodo analizado, la organización tiene una deuda entre socios y financiación externa de 26.84% y 32.70%, respondiendo a estos porcentajes como parte de su patrimonio.

### **4.10 INDICADORES EXTERNOS Y UTILIDAD OPERACIONAL.**

En la siguiente tabla se muestran los gastos operacionales que tiene la organización y como esta afecta los ingresos operacionales, además de los diferentes cálculos de tasas libres de riesgos, de deuda, fondos propios, tasas de impuesto, los cuales se combinan para obtener el costo del capital propio ( $K_e$ ) y su costo promedio ponderado ( $Wacc$  o  $K_o$ ), importantes para

el estudio, los cuales definirán la estructura de capital y el valor económico de Harinera del Valle S.A.

**TABLA 20. Indicadores Externos y de Utilidad Operacional.**

	2019	2018	2017	2016	2015
<b>Utilidad Bruta</b>	215.946.730	222.800.734	199.532.399	188.271.803	177.163.364
Menos Gastos Operacionales					
De ventas	(167.848.317)	(158.787.917)	(144.411.497)	(139.449.264)	(129.855.711)
De administración	(34.217.786)	(45.575.551)	(30.612.513)	(28.967.010)	(28.262.050)
Total	(202.066.103)	(204.363.468)	(175.024.010)	(168.416.274)	(158.117.761)
Otros Ingresos Operacionales	15.348.315	15.206.722	9.871.575	10.018.291	5.343.000
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>29.228.942</b>	<b>33.643.989</b>	<b>34.379.964</b>	<b>29.873.820</b>	<b>24.388.603</b>
Tasa libre de riesgo (RF)	6,80%	6,80%	6,80%	6,80%	6,80%
Fondos propios = E/(D+E)=	0,73	0,71	0,74	0,71	0,67
Deuda = D/(D+E) =	0,27	0,29	0,26	0,29	0,33
Tasa de Impuesto	34%	34%	34%	34%	34%
Prima de riesgo del mercado	10,59%	10,59%	10,59%	10,59%	10,59%
Costo de la deuda $K_d = i(1-t)$	8,5041%	8,7683%	8,8409%	9,3118%	6,6236%
Beta	0,502397566	0,801157365	0,866955009	0,826580226	0,776947885
Riesgo País	6,62%	6,72%	4,74%	4,42%	8,12%
Costo de capital propio $K_e = R_f + B(R_m - R_f) \times \text{Riesgo país}$	18,74%	22,01%	20,72%	19,98%	23,15%
$Wacc = K_e \cdot (E/(E+D)) + K_d \cdot (1-T) \cdot (D/(E+D))$	15,25%	17,42%	16,86%	15,86%	16,96%

Fuente: Propia.

#### 4.10.1 Gastos de Administración y Ventas.

Los gastos de administración y ventas son bastante elevados para cada uno de los años afectando enormemente las utilidades operacionales, aunque en los estados financieros la empresa realiza un reintegro de esos gastos como otros ingresos operacionales en el estado de resultados, lo cual ayuda a mejorar la utilidad operacional en cada año.

#### 4.10.2 Tasa libre de Riesgo.

La tasa libre de riesgo se toma para cada año, según la información del mercado bursátil colombiano, y según las distintas calificadoras de riesgo país, como son: Standard & Poor's, Moody's, y Fitch.

#### **4.10.3 Prima de riesgo del mercado**

La prima de riesgo es la rentabilidad del mercado, con base a la inversión realizada en el país, al ser una gran empresa la industria Harinera del Valle S.A, posee distintas inversiones y ramas de negocio, por lo cual obtiene su prima de riesgo con base a la diferente información bursátil y financiera para cada año analizado.

#### **4.10.4 Tasa de impuesto.**

La tasa de impuesto que maneja la organización es con base al impuesto de renta que para los años analizados es constante y con un valor de 34%, sobre su utilidad antes de impuestos.

#### **4.10.5 Costo de capital propio (Ke).**

El costo de capital propio para cada año, es la rentabilidad que exigen los inversionistas de la organización Harinera del valle, con base al riesgo y al capital invertido en la organización, se puede observar que este Ke se mueve entre valores de 18.74% y 23.15, durante los 5 años analizados.

#### **4.10.6 Costo promedio ponderado (Wacc o Ko).**

Es la tasa de descuento con la cual la empresa Harinera de Valle utiliza para descontar sus flujos de caja futuros, y así tener un referente para los distintos tipos de inversiones realizados, estas tasas Ko se movieron en rangos de 15.25% y 17.42%.

#### **4.11 DIAGNOSTICO FINANCIERO.**

Con base en la estructura de capital analizada, podemos establecer relaciones que permitan conocer la situación financiera de la empresa Harinera del Valle S. A durante el periodo de análisis, y de esta manera elaborar un diagnóstico final que refleje la situación real de la organización, a continuación se desarrollarán una serie de indicadores que permitirán llegar

a un diagnóstico definitivo de la organización Harinera del Valle S.A, utilizando análisis Eva, y árbol de rentabilidad

#### 4.11.1 CALCULO VALOR ECONÓMICO AGREGADO (EVA).

Permite cuantificar cual es el nivel de agregación de valor de los activos, por encima del costo de operar o tener los activos de operación para la empresa Harinera del Valle S.A.

En las siguientes tablas se utilizará para su cálculo el costo promedio ponderado (Ko), las tasas de interés de las deudas a corto y largo plazo, y el costo de oportunidad (Ke), de esta manera, se obtendrá el EVA de la organización y se analizará si la empresa genera o destruye valor, y que tan eficiente es en la utilización de sus activos operacionales.

**TABLA 21. Eva 2019.**

Formula del EVA	UAIDI - ( Costo medio del pasivo total * Activo Total)				
Calculo del EVA	UAIDI	Menos	Costo medio del pasivo	Activo	EVA
Utilidad operacional	\$ 29.228.942		0,137105072	\$ 1.601.976.512	-\$ 224.840.611,07
Menos impuestos	\$ 9.729.380		0,010853803		
UAIDI	\$ 19.499.562		0,004565317		
			0,152524192		
Calculo costo medio del pasivo	pasivo + patrimonio	Tasa de interes			
Fondos propios	\$ 1.171.939.710	18,74%			
prestamos a corto plazo	\$ 334.987.136	5,19%			
prestamos a largo plazo	\$ 95.049.666	7,69%			
Total	\$ 1.601.976.512				

Fuente: Propia.

**TABLA 22. Eva 2018.**

Formula del EVA	UAIDI - ( Costo medio del pasivo total * Activo Total)				
Calculo del EVA	UAIDI	Menos	Costo medio del pasivo	Activo	EVA
Utilidad operacional	\$ 33.643.989		0,156218729	\$ 1.387.225.245	-\$ 214.400.525
Menos impuestos	\$ 6.398.648		0,011307342		
UAIDI	\$ 27.245.341		0,006667605		
			0,174193676		
Calculo costo medio del pasivo	pasivo + patrimonio	Tasa de interes			
Fondos propios	\$ 984.778.124	22,01%			
prestamos a corto plazo	\$ 282.978.987	5,54%			
prestamos a largo plazo	\$ 119.468.134	8%			
Total	\$ 1.387.225.245				

Fuente: Propia.

**TABLA 23. Eva 2017.**

Formula del EVA	UAIDI - ( Costo medio del pasivo total * Activo Total)				
Calculo del EVA	UAIDI	Menos	Costo medio del pasivo	Activo	EVA
Utilidad operacional	\$ 34.379.964		0,152867075	\$ 1.385.987.804	-\$ 208.830.126,79
Menos impuestos	\$ 9.578.265		0,006776383		
UAIDI	\$ 24.801.699		0,008923556		
			0,168567014		
Calculo costo medio del pasivo					
	pasivo + patrimonio	Tasa de interes			
Fondos propios	\$ 1.022.311.996	20,72%			
prestamos a corto plazo	\$ 231.144.959	4,06%			
prestamos a largo plazo	\$ 132.530.851	9,33%			
Total	\$ 1.385.987.806				

Fuente: Propia.

**TABLA 24. Eva 2016.**

Formula del EVA	UAIDI - ( Costo medio del pasivo total * Activo Total)				
Calculo del EVA	UAIDI	Menos	Costo medio del pasivo	Activo	EVA
Utilidad operacional	\$ 29.873.820		0,142084432	\$ 1.366.030.994	-\$ 191.472.248,29
Menos impuestos	\$ 4.742.591		0,006282388		
UAIDI	\$ 25.131.229		0,010197281		
			0,158564102		
Calculo costo medio del pasivo					
	pasivo + patrimonio	Tasa de interes			
Fondos propios	\$ 971.658.016	19,98%			
prestamos a corto plazo	\$ 266.432.386	3,22%			
prestamos a largo plazo	\$ 127.940.593	11%			
Total	\$ 1.366.030.995				

Fuente: Propia.

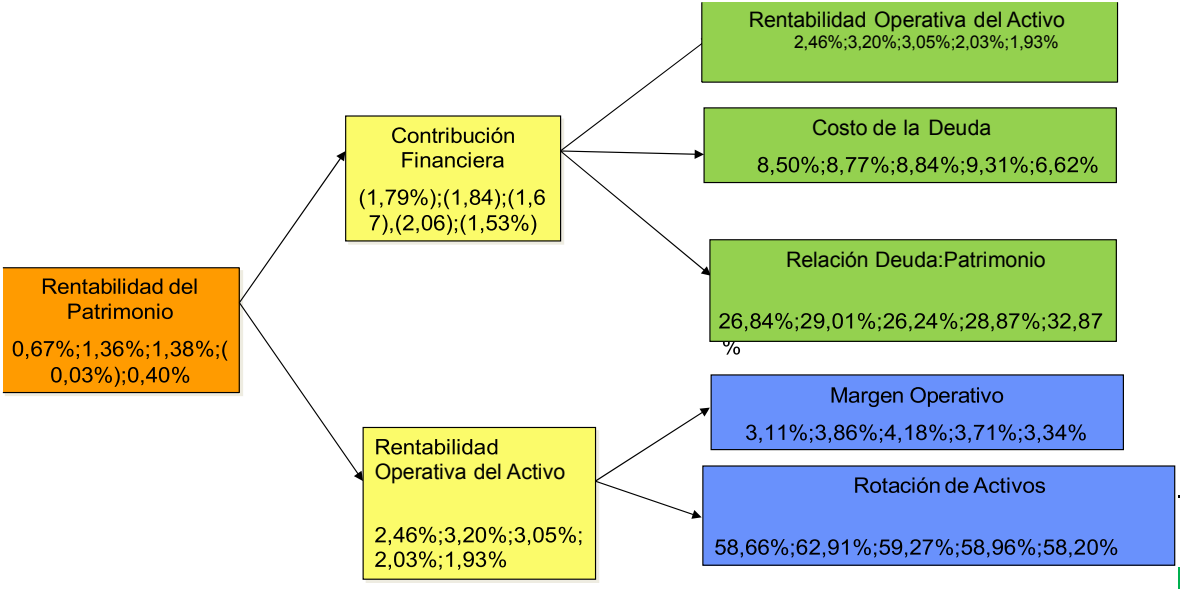
**TABLA 25. Eva 2015.**

Formula del EVA	UAIDI - (Costo medio del pasivo total * Activo Total)				
Cálculo del EVA	UAIDI	Menos	Costo medio del pasivo	Activo	EVA
Utilidad operacional	\$ 24.388.603		0,155806344	\$ 1.252.942.458	-\$ 191.262.098,41
Menos impuestos	\$ 3.141.787		0,003509576		
UAIDI	\$ 21.246.816		0,01029196		
			0,16960788		
Calculo costo medio del pasivo					
	pasivo + patrimonio	Tasa de interes			
Fondos propios	\$ 843.281.976	23,15%			
préstamos a corto plazo	\$ 254.435.554	1,73%			
préstamos a largo plazo	\$ 155.224.929	8,31%			
Total	\$ 1.252.942.459				

Fuente: Propia.

Para todos los años analizados del indicador Eva, da un resultado negativo, lo cual quiere decir que el rendimiento de la empresa es deficiente, debido a que no alcanza a generar los ingresos necesarios para soportar muchos de sus gastos, haciendo que la organización destruya valor para sus accionistas, lo cual requiere un reordenamiento de sus activos operacionales y la disminución en varios de sus gastos, sobre todo en ventas para generar un EVA positivo y de esta manera comenzar a generar valor mediante el uso eficiente de sus recursos.

**Gráfico 20. Árbol de rentabilidad o índice Dupont.**



Fuente: Propia.

El anterior árbol de rentabilidad nos permite observar toda la organización con base herramientas como el ROE, ROA, el margen operativo rotación de activos, entre otros los cuales nos permiten mirar en retrospectiva la situación año tras año y como estos indicadores se pueden comparar y analizar para tener una descripción financiera detallada de la

organización, permitiéndonos llegar a un diagnóstico detallado y real que permita tomar las medidas adecuadas en beneficio de la empresa.

#### **4.11.2 DIAGNOSTICO.**

- La rentabilidad operativa se ve afectada por los altos gastos financieros presentados durante los años analizados, además de los altos gastos operacionales, sobre todo en los costos de ventas, que afectan negativa mente el EVA de la Organización.
- La compañía presenta exceso en activos como inventarios, activos corrientes y no corriente pero presenta un déficit en activos fijos lo cual puede ser debido a que necesita más inversión en estos para el desarrollo de su actividad operacional.
- El costo de la deuda es más alto que su ROA impactando negativamente a la empresa, lo cual no genera los rendimientos adecuados en los activos para cubrir intereses.
- ROE mayor al ROA, en cada año, dando un apalancamiento positivo, interesa generar deuda desde una perspectiva de rentabilidad financiera beneficiando a los propietarios.
- Contribución financiera negativa en cada año analizado.
- Costo de la deuda superior al ROA en cada año.
- Los activos no rinden lo suficiente para cubrir el costo de la deuda.
- La compañía tiene el ROE superior a su ROA en cada año analizado, pero aun así no es suficiente para cubrir el costo de su deuda en cada año, por lo cual el capital aportado por los socios no es suficiente para cubrir los intereses de la deuda por si solos.
- La organización, presenta exceso en pasivos, tanto de corto como de largo plazo, lo cual puede llevar a descapitalizar la empresa.

- Los gastos operacionales son muy altos, esto no es bueno para la organización debido a que está disminuyendo su utilidad operativa de manera significativa.
- Se observa que las ventas si han aumentado en comparación año a año, por lo tanto no son el problema, debemos observar que pasa con los gastos de venta debido a que son demasiado altos, además de otros gastos; también es necesario ajustar los costos de la deuda y ajustar la contribución financiera de la organización para que ayude al crecimiento de la misma.

## **4.12 POLÍTICA DE DIVIDENDOS.**

### **4.12.1 Pago de dividendos en Colombia.**

“Salvo que en los estatutos se fijare una mayoría decisoria superior, la distribución de utilidades la aprobará la asamblea o junta de socios con el voto favorable de un número plural de socios que representen, cuando menos, el 78% de las acciones, cuotas o partes de interés representadas en la reunión.

Cuando no se tenga la mayoría prevista en el inciso anterior, deberá distribuirse por lo menos el 50% de las utilidades liquidas o del saldo de las mismas, si tuviere que enjugar pérdidas de ejercicios anteriores.”

### **4.12.2 Art. 155 Código de Comercio**

“... Las utilidades que se repartan se pagarán en dinero efectivo dentro del año siguiente a la fecha en que se decreten y se compensarán con las sumas exigibles que los socios deban a la sociedad.”

#### 4.12.3 Art. 156 Código de Comercio

La empresa Harinera del Valle, tiene definida como política de dividendos, el dividendo residual, por consiguiente se hace un análisis del cálculo de este indicador para observar su razón de pago de dividendos, el valor de la acción en el mercado, las tasas de retención que aplica, los dividendos por acción, entre otros.

**TABLA 26. Política de dividendos - Harinera del Valle S.A.**

	2015	2016	2017	2018	2019
Valor Nominal acción	\$ 1.000	\$ 1.000	\$ 1.000	\$ 1.000	\$ 1.000
Acciones en circulación	32.974	32.974	32.974	13.868	13.868
Tasa de retención	46%	60%	37%	51%	91%
ROE	2,87%	2,85%	4,14%	4,51%	3,36%
g = Tasa de crecimiento sostenible (TCS)	2,281%	2,411%	3,720%	3,745%	1,717%
Ke(Costo de Oportunidad)	<b>23,15%</b>	<b>19,98%</b>	<b>20,72%</b>	<b>22,01%</b>	<b>18,74%</b>
Utilidad neta proyectada	24.207.616	27.678.505	42.293.964	44.376.801	39.382.846
(-) Inversiones proyectadas	11.104.306	16.575.925	15.731.695	22.827.859	35.882.585
<b>Residuo disponible</b>	<b>13.103.310</b>	<b>11.102.580</b>	<b>26.562.269</b>	<b>21.548.942</b>	<b>3.500.261</b>
Acciones en Circulación	32.974	32.974	32.974	13.868	13.868
Dividendo por acción Dv1 =	\$ 397	\$ 337	\$ 806	\$ 1.554	\$ 252
UPA = Utilidades Netas / # acciones en circulación	<b>734</b>	<b>839</b>	<b>1.283</b>	<b>3.200</b>	<b>2.840</b>
Razón Pago de dividendos(RPD) = DPA/UPA	54%	40%	63%	49%	9%
Po (Precio estimado de la acción) = Div1 / ( Ke - g ) =	\$ 1.904	\$ 1.917	\$ 4.737	\$ 8.509	\$ 1.483

Fuente: Propia.

#### 4.12.4 Valor nominal de la acción.

El valor nominal de la acción según los libros y notas contables es de \$1.000 pesos por acción, para cada año analizado respectivamente.

#### 4.12.5 Acciones en circulación.

Desde el año 2015 hasta el año 2019 se observa una disminución de estas acciones en circulación, que pasaron de 32.974 acciones a 13.868 acciones, lo cual da a entender que la

organización está generando recursos para sus inversionistas mediante otros mecanismos que no es emisión de venta a través del mercado bursátil.

#### **4.12.6 Tasa de retención.**

La tasa de retención de la empresa es bastante alta según lo encontrado en el análisis, ya que esta entre valores de 37% hasta un 91%, lo cual indica que Harinera del Valle, concentra la mayor parte de sus utilidades en nuevas inversiones, dependiendo de las necesidades que requiera.

#### **4.12.7 Residuo disponible.**

Este indicador nos muestra el valor en pesos (\$) de las utilidades que se repartirán entre los accionistas después de descontar las inversiones proyectadas para los siguientes años.

#### **4.12.8 Dividendo por acción.**

Es el valor económico real de ganancia, que deja el reparto del residuo disponible sobre el número de acciones en circulación, para cada uno de los socios de la compañía, siendo el valor más alto en el año 2018 con valor de \$1.554 pesos por acción y el más bajo para el 2018 por valor de \$252 pesos por acción.

#### **4.12.9 Utilidad por acción (UPA).**

Este indicador nos muestra el desempeño y rentabilidad por acción de la empresa Harinera del Valle, la cual presento su punto más bajo para el año 2015 con un valor de \$ 724 pesos, mientras que su mayor rentabilidad fue alcanzada para el año 2018 con valor de \$ 3.200, esto nos demuestra al igual que el dividendo por acción que la organización genero un excelente desempeño en el 2018 con respecto a su rentabilidad de la acción para con sus inversores.

#### 4.12.10 Razón pago dividendos (RPD).

El año en el que la organización pago muy bajos dividendos con razón de las retenciones que realizo fue en el 2019 ya que solo repartió el 9% de su valor residual, mientras que en el 2017 repartió el 63% de este valor.

#### 4.12.11 Precio estimado de la acción

Cabe resaltar que el valor nominal de la acción en libros y en las notas es de \$1.000 pesos para cada año analizado, pero en valor real, la acción se ha valorizado cada año, siendo en 2019 el valor más bajo con un precio real de \$1.483 pesos, mientras que en el año 2018 alcanzó la cifra de \$8.509 pesos.

En la siguiente tabla se presenta la relación del costo de oportunidad ( $K_e$ ), exigido por los inversionistas, comparado con la rentabilidad del patrimonio (ROE), y de esta manera se observará si la política de dividendos planteada por la organización es pertinente o no para la misma.

**TABLA 27. Comparación  $K_e$  Vs ROE.**

Ke vs ROE				
2015	2016	2017	2018	2019
23,15% > 2,87%	19,98% > 2,85%	20,72% > 4,14%	22,01% > 4,51%	18,74% > 3,36%

Fuente: Propia.

Al comparar el  $K_e$  con ROE, podemos observar que para cada uno de los años analizados el  $K_e > ROE$ , por lo cual la política de dividendos no es la adecuada, debido a que su rendimiento sobre patrimonio no alcanza a cubrir las altas exigencias de rentabilidad exigidos por los

empresa, lo cual hace que la organización tenga que endeudarse a través de colocación de acciones u obteniendo más deuda con terceros.

#### 4.13 Análisis Tasa interna de Crecimiento Vs Tasa de Crecimiento Sostenible.

En esta parte del trabajo analizaremos la tasa interna de crecimiento (TIC) y la tasa de crecimiento sostenible (TCS), de la empresa Harinera del Valle S. A, durante el horizonte de tiempo entre 2015 – 2019, de esta manera se observarán distintos factores e índices financieros, y así aproximarse a un diagnóstico previo que permita observar el comportamiento de crecimiento de la organización y decir si crece de una manera equilibrada, excesiva o lenta.

##### 4.13.1 TASA INTERNA DE CRECIMIENTO (TIC).

Es la tasa máxima de crecimiento que ha logrado la organización Harinera del Valle durante el periodo analizado, sin necesidad de obtener ningún tipo de financiamiento externo, solo con recursos propios.

**TABLA 28. Tasa interna de crecimiento.**

TASA INTERNA DE CRECIMIENTO(TIC)	2019	2018	2017	2016	2015
$ROA * B / (1 - (ROA * B)) =$	1,25%	2,63%	2,72%	1,70%	1,52%
ROA	2,46%	3,20%	3,05%	2,03%	1,93%
B= Adición de Utilidades retenidas/Utilidad Neta					
TIC Promedio	1,97%				
utilidades retenidas = Utilidad neta - Dividendos Distribuidos	19.785.846	35.552.801	36.666.964	22.878.505	18.808.056
B=Utilidades retenidas/Utilidad neta					
<b>Beta</b>	0,502397566	0,80115736	0,86695501	0,82658023	0,776947885
TIC= La compañía puede crecer en promedio durante 5 años, en un 1,97%, sin que ello implicara adquirir deuda con terceros, solo con sus recursos Propios					

Fuente: Propia.

TIC= La compañía Harinera del Valle S.A, puede crecer en promedio durante 5 años, en un 1,97%, sin que ello implicara adquirir deuda con terceros, solo con sus recursos Propios, siendo este un crecimiento muy bajo lo cual nos indica que existen muchos costos y gastos que además deja sin un gran flujo de caja libre a la organización como se vio anteriormente, esto hace que el crecimiento de esta empresa sea bastante bajo incluso solo con sus recursos propios.

Por otra parte podemos decir que el riesgo económico de la empresa (B), es un riesgo moderado al ser inferior a 1, con rangos que van desde 0.50 y 0.86, dependiendo del año, y esto va muy relacionado con el crecimiento de la empresa debido a que a menor riesgo menor crecimiento, lo cual se demuestra es las tasas analizadas.

#### 4.13.2 TASA DE CRECIMIENTO SOSTENIBLE (TCS).

Esta tasa representa la máxima de crecimiento que logró la empresa Harinera del Valle S.A, sin recurrir a financiamiento externo, solo por medio de instrumentos de capital, mientras mantiene una razón deuda a patrimonio constante.

**TABLA 29. Tasa de crecimiento sostenible.**

TASA DE CRECIMIENTO SOSTENIBLE (TCS)	2019	2018	2017	2016	2015
$RSP * B / (1 - (RSP * B)) =$	1,72%	3,75%	3,72%	2,41%	2,28%
RSP	3,36%	4,51%	4,14%	2,85%	2,87%
B= Adición de Utilidades retenidas/Utilidad Neta					
TIS Promedio	2,78%				
utilidades retenidas = Utilidad neta - Dividendos Distribuidos					
B=Utilidades retenidas/Utilidad neta					
<b>Beta</b>	0,5023976	0,8011574	0,8669550	0,8265802	0,776947885
TIS= La compañía pudo crecer en promedio durante 5 años Hasta un 2.78%, sin que ello implicara adquirir deuda con terceros, solo con emisión de acciones					

Fuente: Propia.

TIS= La compañía pudo crecer en promedio durante 5 años Hasta un 2.78%, sin que ello implicara adquirir deuda con terceros, solo con emisión de acciones, observamos un mejor comportamiento en el crecimiento de la organización, debido a que la emisión de acciones mejora los índices de crecimiento anteriores de la tasa TIC, apalancando sus operaciones principalmente con la rentabilidad de su patrimonio (RSP), utilizando el mismo riesgo económico que se obtiene con base a las utilidades de la empresa.

### **TCS VS ROE**

El rendimiento sobre el patrimonio es superior a la tasa de crecimiento sostenible, lo cual es positivo para la organización ya que el patrimonio cubre de manera apropiada las inversiones generadas por los accionistas lo cual incrementa el valor para ellos, además posiciona la organización a largo plazo ayudando a la sostenibilidad corporativa, y posicionándola como una organización solvente con una gran base patrimonial, que le permite asumir más riesgos en el mercado, al tener un musculo financiero fuerte comparado con las demás organizaciones del sector, esto genera un desarrollo financiero sostenible, con base a su propia productividad y rentabilidad.

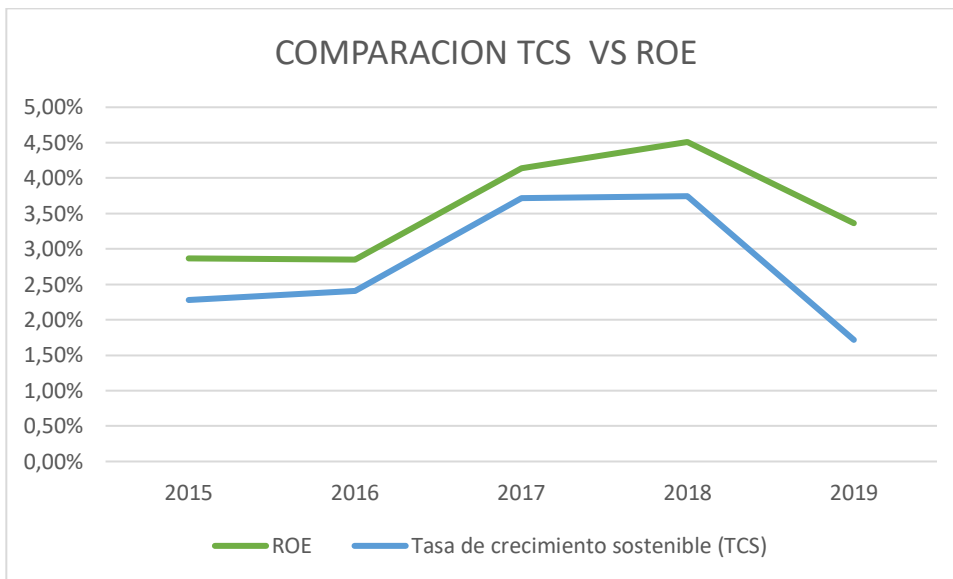
**TABLA 30. Comparación TCS VS ROE**

	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>ROE</b>	2,87%	2,85%	4,14%	4,51%	3,36%
<b>Tasa de crecimiento sostenible (TCS)</b>	2,281%	2,411%	3,720%	3,745%	1,717%

Fuente: Propia

La empresa Harinera del Valle S.A, presenta un bajo crecimiento en su tasa interna de crecimiento y en su tasa de crecimiento sostenible, en el periodo analizados 2015 – 2019, por lo cual se puede decir que la organización crece pero a un ritmo muy lento ya que no es lo suficiente para cubrir las tasas de oportunidad exigidas por los accionistas e incluso la tasa de costo promedio ponderado, que tienen exigencias bastante elevadas, por lo cual se puede

decir que la organización está en una zona de confort económico ya que crece pero debido a su estructura financiera, prefiere conseguir los recursos adicionales que exigen sus accionistas y la organización con base a un sistema de deuda externo, sean estos recursos de origen nacional o a través de préstamos internacionales, para capital de trabajo, pago de utilidades; o también mediante la adquisición de contratos Futuros o Forward para materias primas.

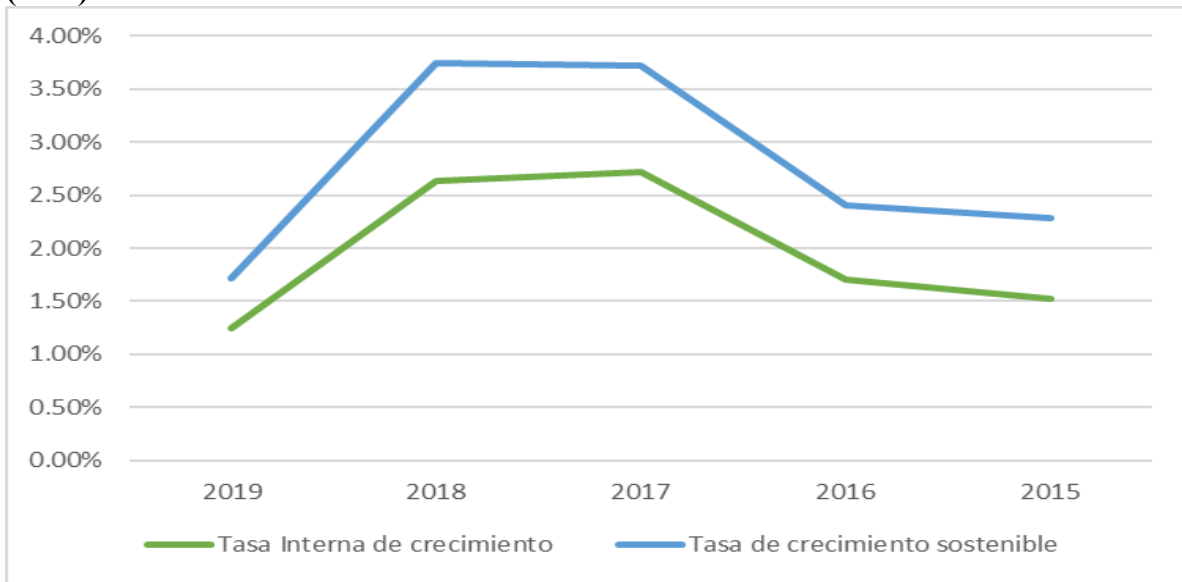


Fuente: Propia

#### 4.14 Comparación TIC Vs TCS.

A continuación se analizará la incidencia que tiene la tasa interna de crecimiento (TIC), frente a la tasa de crecimiento sostenible (TCS), esto nos permitirá identificar cómo se comportan estas dos tasas comparadas con respecto al crecimiento presentado año a año entre estas, y como individualmente aportan al desarrollo de la Organización Harinera del Valle S.A.

**TABLA 31. Tasa Interna de Crecimiento (TIC) Vs Tasa de crecimiento sostenible (TCS)**



Fuente: Propia.

#### 4.14.1 Tasa Interna de Crecimiento (TIC) VS Tasa de crecimiento sostenible.

Se observa que esta tasa interna de crecimiento es inferior a la tasa de crecimiento sostenible, para cada uno de los años analizados, esto se debe a que la organización puede crecer mucho más si emite acciones, ya que necesita recursos adicionales para apalancar sus operaciones en inversiones, capital de trabajo operativo, y demás rubros que sean necesarios, esto significa que la tasa de crecimiento sostenible tiene un gran impacto en la financiación de Harinera del Valle S.A, debido a que aprovecha toda la estructura de capital teniendo en cuenta las políticas financieras establecidas por la empresa, sin la necesidad de agotar sus recursos financieros, a continuación se mostraran algunos determinantes de este crecimiento los cuales contribuyen a sostener el análisis de esta tasa.

**Margen operacional:** El aumento de este indicador sostenido en el horizonte de análisis, nos muestra la capacidad que tiene la organización para generar fondos internamente aumentando

el crecimiento sostenible, aunque en el 2019 presento un margen bajo del 3.11% mientras que en comparación del 2018, este presentó un valor de 3.86%; lo cual ubica al año 2019 como el valor más bajo si comparamos el crecimiento desde el 2015, esto explica por qué para este último año la tasa de crecimiento sostenible fue la más baja en comparación con el tiempo analizado para este trabajo, dándonos como resultado un tasa de crecimiento sostenible de 1.72%, para el año 2019.

**Política de dividendos:** La empresa como se ha descrito anteriormente presenta una política de dividendos residuales, para el año 2019 se destina de la Utilidad Neta (UN), un porcentaje de razón de pago de dividendos del 54%, equivalentes a un residuo disponible de \$13.103.310, lo cual hizo que el valor de la compañía cayera y por consiguiente su tasa de crecimiento sostenible también disminuyera considerablemente.

**Política financiera:** Para el último año analizado se presenta una disminución de la relación deuda – patrimonio, razón por la cual se genera una disminución en el crecimiento sostenible de la organización, ya que dispone de menos recursos de financiación por medio de deuda, para el año 2019 la relación de este indicador de deuda sobre patrimonio fue de: 26.84%, mientras que para el año 2018 se dio con valor de 29.01%.

**Rotación de activos totales:** Se observa que la rotación de activos para el año 2019 fue baja si se compara con el de los años anteriores presentado un valor para el año 2019 de 58.66%, razón por la cual la organización tuvo que aumentar sus ventas para adquirir nuevos activos que le permitiesen seguir con sus operaciones.

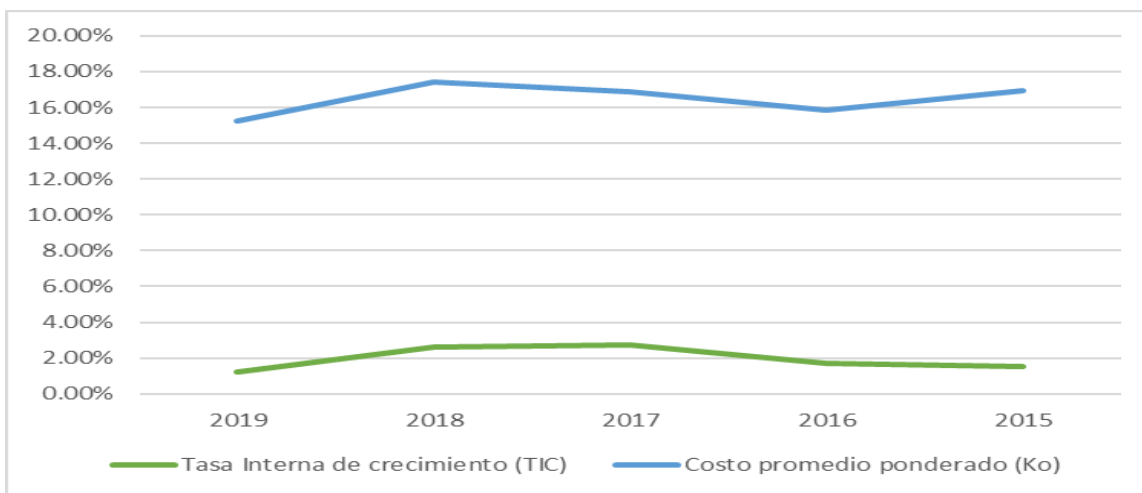
## 5 CONCLUSIONES.

- La empresa Harinera del Valle S.A. por su trayectoria en el ámbito nacional y local posee una infraestructura financiera sólida, que la hace fuerte en el mercado en todos los niveles frente a su competencia, sin embargo en su estructura de costos tiene rubros bastante significativos, sobre todo en los gastos de ventas los cuales generan costos bastante excesivos, que se ven reflejados en la pérdida de valor para los inversionistas, aun así es una organización fuerte financieramente, ya que posee una diversidad de activos fijos, de inversión, activos financieros, entre otros la cual hace que sea una organización que piensa en el sostenimiento a largo plazo apalancado de una fuerte estructura de deuda, con base a diversos préstamos locales e internacionales, además de una política de dividendos de base residual que le permite generar utilidades, que generan una tasa de crecimiento sostenible creciente que puede llegar a cubrir parte de sus pasivos, pero que necesariamente debe ser apalancada con deuda externa.
- La organización Harinera del Valle S.A. presenta una tasa interna de crecimiento positiva para cada uno de los años analizados, pero esto no significa que sean tasas adecuadas para crecer, ya que el costo exigido por la empresa es muy superior a la tasa de crecimiento, lo cual hace que la empresa deba generar recursos adicionales, teniendo que recurrir a un endeudamiento, debido a que sus activos e inversiones no generan lo suficiente para aumentar o mantener un crecimiento sin necesidad de deuda, además se observa en el costo promedio ponderado un crecimiento muy irregular en cada uno de los años analizados, esto se debe a diferentes factores, como el costo de la deuda ( $k_i$ ), la protección fiscal, o la rentabilidad exigida por los

accionistas

dependiendo de la tasa de distribución de utilidades, generada por la política de dividendos que se genera en los distintos periodos de tiempo.

**TABLA 32. Comparación TIC Vs Ko.**

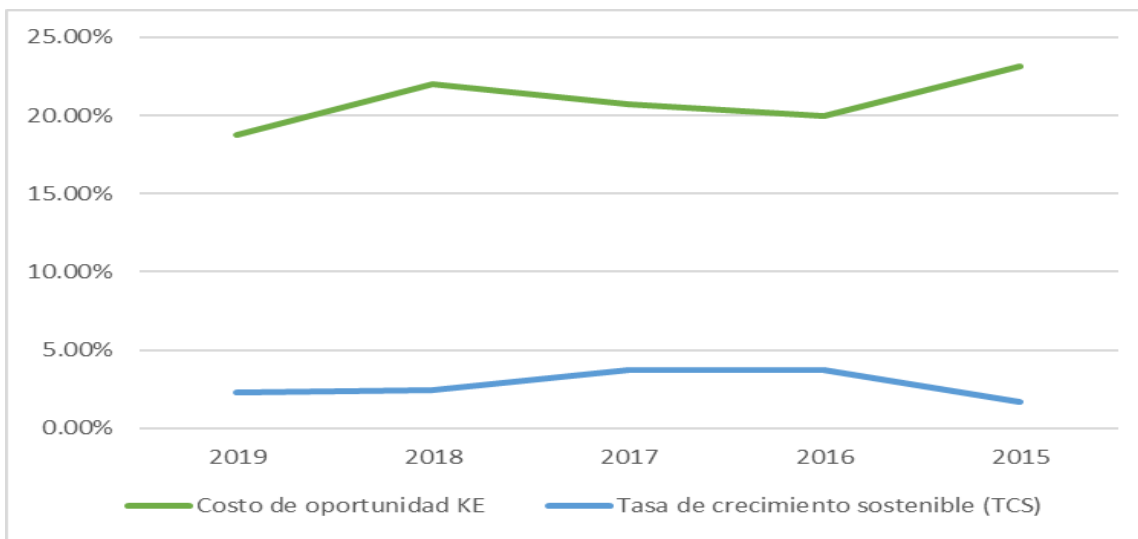


	2019	2018	2017	2016	2015
Tasa Interna de crecimiento (TIC)	1,25%	2,63%	2,72%	1,70%	1,52%
Costo promedio ponderado (Ko)	15,25%	17,42%	16,86%	15,86%	16,96%

**Fuente: Propia.**

- El costo de oportunidad exigido por los accionistas, los cuales invierten en la organización esperando una alta retribución económica, exceden la tasa de crecimiento sostenible, debido a esto la empresa debe apalancar muchos de estos requerimientos en la emisión de deuda con terceros, utilizando varios medios, entre los cuales están la emisión de acciones, deudas con bancos, entre otros, esto puede generar a futuro un sobre endeudamiento que puede conducir a la empresa a tener problemas de liquidez en el corto y largo plazo, generando una crisis en el desarrollo de sus actividades corporativas, afectando fondos de capital de trabajo, proveedores, insumos para materias primas, entre otros.

**TABLA 33. Comparación TCS Vs Ke.**



	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Costo de oportunidad (Ke)</b>	18,74%	22,01%	20,72%	19,98%	23,15%
<b>Tasa de crecimiento sostenible (TCS)</b>	2,281%	2,411%	3,720%	3,745%	1,717%

**Fuente: Propia.**

**Ke > TCS**

- La organización Harinera del Valle S.A., presenta flujos de caja libre positivos con exesión del año 2016 con un valor de (\$30.715.891), esto nos da a entender que presenta costos elevados sobre todo en ventas, lo cual afecta considerablemente el flujo de caja para cada uno de los años analizados, generando que la organización deba conseguir recursos adicionales, que pueden generar mayores tasas de interés, y de esta manera solventar sus operaciones en el corto plazo y así logra disminuir el impacto negativo por sus altos costos, lo cual genera fluctuaciones irregulares en cada uno de los flujos descritos.

- En el análisis vertical podemos observar que la empresa Harinera del Valle, posee una planeación financiera a largo plazo, debido a que su mayor crecimiento se encuentra en los activos no corrientes, los cual genera una perspectiva del negocio a futuro, demostrando la solvencia que posee esta empresa y su posicionamiento en el mercado como una organización líder en el sector de productos alimenticios al cual pertenece.
- El análisis horizontal nos muestra variaciones significativas año a año en el incremento de las inversiones, tanto en activos financieros, como en propiedad planta y equipo, propiedades de inversión; lo cual nos demuestra de manera categórica que la empresa busca incrementar el patrimonio que posee y así manejar una tasa de crecimiento estable a través del tiempo, que le permita generar los recursos necesarios para los inversionistas, además de mantenerse en el mercado, aunque estas tasas de crecimiento internas no sean suficientes, debido a la falta de rotación de los activos que generen mayores tasas para mayor beneficio de sus inversores.
- La organización posee problemas de liquidez a corto plazo, ya que lo generado en muchas ocasiones no le alcanza para responder a sus deudas, por lo cual necesita de sus inventarios, de deuda con terceros o emitir acciones y de esta manera cubrir muchas de sus obligaciones financieras, esto lo podemos ver en los índices de liquidez, por cada peso que debería tener para cubrir sus obligaciones a corto plazo, solo en el índice de liquidez corriente alcanza a superar este ítem, mientras que en la liquidez general y en la prueba ácida no alcanza a cubrir ese (\$) peso de deuda que debería cubrir, lo cual nos da a entender que la organización harinera del Valle S. A,

está presentando problemas de liquidez, que afecta las operaciones cotidianas de la empresa, durante el periodo analizado.

**TABLA 34. Indicadores de Liquidez.**

	2019	2018	2017	2016	2015
<b>LIQUIDEZ</b>					
Liquidez General					
ACTIVO CORRIENTE / PASIVO TOTAL	0,92	0,94	0,92	0,83	0,86
Liquidez Corriente					
AC/PC	1,18	1,33	1,45	1,23	1,39
Prueba Acida					
(AC- INVENTARIOS)/ PC	0,76	0,81	0,92	0,77	0,92

Fuente: Propia.

- La deuda generada por la empresa, busca cubrir sus obligaciones a corto plazo, manejando buenos indicadores de deuda sobre su patrimonio, lo cual le permite generar una solvencia económica bastante grande, para cubrir este tipo de endeudamiento, por consiguiente se puede decir que la empresa posee una estructura de costos sólida que le permite responder adecuadamente a sus obligaciones financieras, que ha adquirido mediante créditos en tasas internacionales o en tasas nacionales, adquiriendo créditos a largo y corto plazo los cuales le permiten responder a sus obligaciones operativas y con sus accionistas, manteniendo a flote la organización.
- Desde el punto de vista del inversionista la política de dividendos es la adecuada, ya que el valor real de la acción es mucho más alto que el valor en libros, además genera utilidades por acción positivas, y una razón de pago de dividendos bastante alta para

cada uno de los años analizados, aunque desde el punto de vista de la organización la política de dividendos genera un gran desgaste, debido a que el rendimiento sobre el patrimonio (ROE), no alcanza a cubrir el costo de oportunidad que exigen los accionistas, lo cual genera un endeudamiento aún mayor para responder al pago de dividendos para cada año.

- Según el análisis del valor económico agregado (EVA), la organización destruye valor para sus inversionistas, ya que en cada año analizado el valor de este indicador es negativo, y esto se debe a factores como el alto costo de ventas, el alto precio exigido por los accionistas en el costo de oportunidad y además del bajo rendimiento o desperdicio de muchos de los activos que se generan en la organización, debido al endeudamiento constante que debe afrontar la organización para asumir sus deudas a corto plazo, se genera una contribución económica negativa, esto afecta directamente la liquidez en cada uno de los años analizados, además en la destrucción del valor y en los altos índices de endeudamiento para responder a sus inversionistas.
- Además de su planeación en inversiones en activos a largo plazo, la organización ejecuta un programa minucioso en la obtención de sus insumos traídos del exterior, ejecutando contratos forward y futuros que le permiten adquirir materias primas como trigo, maíz, asegurando el precio sin importar la volatilidad de la tasa de cambio, esto le permite cubrir con la producción de sus productos, además que genera confianza en sus clientes al tener organizado todo su inventario de materias primas que le permiten desarrollar productos con eficiencia, este tipo de manejo financiero ha logrado posicionar a la organización Harinera del Valle S. A, como una de las

mejores empresas en su gremio, tal como lo hemos visto con anterioridad según los análisis sectoriales y de estados financieros.

- La empresa posee una baja rotación sobre sus activos, lo que hace que deba apalancar sus costos y gastos de manera externa, esto le permite cubrir con lo exigido por sus inversionistas, lo cual hace que la organización genere nuevas técnicas de producción, mercadotecnia y desarrollo tecnológico para cada uno de sus productos, aunque se puede afirmar que al tener un bajo crecimiento en términos de tasa de crecimiento interna y sostenible la empresa ha logrado reducir costos que siguen siendo elevados pero también se han aumentado sus ventas, invirtiendo gran parte de sus recursos en maquinaria y equipo y activos de inversión, se puede decir que la organización está en una zona de sostenibilidad económica, la cual genera utilidades y flujos de efectivo, aunque para esto tenga que tener una estructura de deuda que soporta este tipo de inversiones.
- La tasa del crecimiento sostenible, posee un promedio de 2.78% para los 5 años analizados, esto es positivo para la organización debido a que como se ha mencionado la empresa Harinera del Valle S. A, está en una zona de bienestar económico, lo cual hace que la empresa sea sólida mediante su trayectoria de más de 65 años en el sector de la industria de alimentos procesados, y un ejemplo de sostenibilidad que le permite crecer año tras año de una manera organizada y beneficiosa en el sentido de rentabilidad para sus socios, debido a su fuerte estructura financiera, que aunque presenta problemas en costos de ventas, esto no ha impedido el crecimiento sostenido, se puede decir que la empresa es líder en el sector debido a su gran reconocimiento por parte de sus consumidores y por su fuerte liderazgo en el entorno empresarial en

el que se especializa, brindando productos de calidad, con base a su organización y maquila generada debido a sus diferentes procesos organizativos y financieros.

## **6 RECOMENDACIONES.**

### **ACCIONES A SEGUIR**

Debido a los aspectos financieros analizados, se ha llegado por parte del investigador a distintas conclusiones que han desprendido una serie de acciones a seguir que se aportaran a continuación, y se espera pueda ser de utilidad para la Organización Harinera del Valle S.A.

- Revisar el presupuesto de gasto de operación, para ajustarlo a los gastos de la organización o disminuir gastos que estén afectando la organización negativamente en su utilidad operativa, además se deben revisar los altos costos de ventas que afectan en gran medida a las utilidades, lo cual en el análisis Eva representó un riesgo inminente para los inversionistas, ya que debido a estos altos costos se está destruyendo valor y afectando los flujos de efectivo, por lo cual las utilidades se ven afectadas negativamente.
- Reunirse con el equipo financiero de la organización para buscar soluciones que le permitan al grupo disminuir sus costos de deuda, y generar valor para evitar una posible descapitalización.
- ROE mayor al ROA, en cada año, dando un apalancamiento positivo, interesa generar deuda desde una perspectiva de rentabilidad financiera beneficiando a los propietarios
- Contribución Financiera negativa en cada año analizado, esto se debe a la baja rentabilidad del patrimonio, por lo cual sería beneficioso para organización

reorganizar la tasa de crecimiento o distribución de utilidades en la compañía, esto permitirá mejorar el indicador de la contribución financiera, debido a la existencia de altos costos variables que afectan el proceso de producción y por consecuencia las utilidades que se pueden percibir para los inversionistas.

- Costo de la deuda superior al ROA en cada año, esto es un indicador de cuidado, ya que nos da a entender que los activos de la empresa no rinden lo suficiente para cubrir la deuda externa que se genera a corto y largo plazo, pero se observa en el análisis de estructura de capital que el problema era el exceso de los activos ya que muchos son utilizados de forma inadecuada o desperdiciados, debido a esto la empresa debe redistribuir estos activos en el proceso de producción y así incrementar el valor del ROA sobre la deuda, haciendo que se generen mayores utilidades y por consiguiente se mejore la salud financiera de la organización.
- La organización está destruyendo Valor , esto es muy grave para la empresa debido a que en el análisis del indicador EVA la empresa está destruyendo valor para sus accionistas ya que posee altos costos en ventas que disminuyen drásticamente los beneficios obtenidos por el ingreso de ventas, haciendo que los activos totales de la empresa no sean suficientes para cubrir la distribución de utilidades, lo que genera mayor endeudamiento, por estas razones se recomienda generar una estructura de costos más eficaz que permita la disminución de estos y que generen la creación de valor para los inversionistas.
- La organización se está endeudando peligrosamente, debido a que como se ha mencionado con anterioridad no está cubriendo por si sola todos los requerimientos que los accionistas o la producción de su misma empresa requiere, por lo cual es sano que la empresa redistribuya muchos de sus gastos, ya sea en la parte de producción,

disminución de costos o disminución en la tasa de distribución de utilidades, para capitalizar la organización y mejorar sus problemas de liquidez.

- La compañía tiene el ROE superior a su ROA en cada año analizado, pero aun así no es suficiente para cubrir el costo de su deuda en cada año, por lo cual el capital aportado por los socios no es suficiente para cubrir los intereses de la deuda por si solos.
- La organización, presenta exceso en pasivos, tanto de corto como de largo plazo, lo cual puede llevar a descapitalizar la empresa, y generar problemas de liquidez, por lo que se recomienda renegociar las tasas de la deuda o emitir mayor volumen accionario al mercado que le permita generar mayores ingresos.
- Los gastos operacionales son muy altos, esto no es bueno para la organización debido a que está disminuyendo su utilidad operativa de manera significativa, por lo que se recomienda disminuir estos gastos de manera proporcional y adecuada a través del tiempo, que le permita ir disminuyendo estos gastos poco a poco.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Deloitte. (2011). Estrategias financieras para impulsar el crecimiento de la empresa familiar.

*Boletín Gobierno Corporativo.*

Giovanni, R., & Andrea, B. (2010). Propuesta del modelo financiero para crecimiento corporativo sostenible. 58.

Herrera, G. F. (Marzo de 2009). La innovación como estrategia y solución empresarial para impulsar la competitividad y un crecimiento sostenido a largo plazo. México, Bahías de Huatulco, Oaxaca.

Higgins. (2016). Análisis para la dirección financiera. En R. C. Higgins, Análisis para la dirección financiera (págs. 57 - 58-59-60). México: Mc. Graw Hill.

Jorge Saravia Rios. (Julio-Diciembre de 2010). El problema del crecimiento sostenible ¿cómo crecer sin destruirse? *Revista Escuela de Administración de Negocios EAN*, 136-147.

Ramezani, C. A., Soenen, L., & Jung, A. (Noviembre - Diciembre de 2002). Growth, corporate profitability, and value creation. *Financial Analysts Journal*, 58(6), 56-67.

Obtenido de Financial Analysts Journal:  
<https://search.proquest.com/docview/219231847?pq-origsite=gscholar>.

Reyes, G. E., & Briceño M., A. (Julio - Diciembre de 2010). Propuesta de modelo financiero para crecimiento corporativo sostenible. *Revista Finanzas y Política Económica*, 57-64.

Rios, J. S. (Julio de 2010). The problem of sustainable growth - how to grow without SELF-DESTRUCTION? Revista: Escuela de Administración de Negocios Universidad EAN Colombia, 136-147.

Ross, S. A. (2010). Fundamentos de finanzas corporativas (9 Edición.). México: Mc Graw Hill.  
Recuperado el 14 de Julio de 2019

Stephen A. Ross, R. W. (2012). Finanzas corporativas. España: Mc Graw Hill.

Robert C. Higgins (1977). How Much Growth Can a Firm Afford?. Washington; University of Washington.

Copeland, Koller & Murrin, (2000). Valuation: measuring and managing the value of companies. Ámsterdam.

García & Ramírez (2011). Deterioro de Activos. Universidad de Sevilla. Revista: De la asociación española de contabilidad y administración de empresas España, 16 – 18.

Brealey, Myers & Allen (2006). Edition of Principles of Corporate Finance. Boston. Mc Graw Hill.

Modigliani y Miller (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. The American economic review 1958.

Ricardo Jordán (2010). Fundamentos de finanzas corporativas. México D.F. Mc Graw Hill.

Ismaira & Contreras (2006). Análisis de rentabilidad económica (ROI) y financiera (ROE) en empresas comerciales y en un contexto inflacionario. Mérida Venezuela, Universidad de los Andes. Revista: Visión Gerencial.

Antonio Ludeña (2021). Margen Operacional. Revista: Economipedia.com. Recuperado de: <https://economipedia.com/definiciones/margen-operativo.html>.

Andrés Sevilla Arias (2017). Margen Bruto. Revista: Economipedia.com. Recuperado de: <https://economipedia.com/definiciones/margen-bruto>.

Marco San Juan (2017). Periodo medio de rotación de inventario. Revista: Economipedia.com. Recuperado de: <https://economipedia.com/definiciones/dias-rotacion-del-inventario.html>.

Marco San Juan (2017). Cuentas a cobrar. Revista: Economipedia.com. Recuperado de: <https://economipedia.com/definiciones/cuentas-a-cobrar.html>.

María Granel (2021). Sistema Dupont para el análisis de la rentabilidad: Rankia. com. Recuperado de: <https://www.rankia.cl/blog/analisis-ipsa/3926169-sistema-dupont-para-analisis-rentabilidad>.

Manotas 2003. Flujo de caja Libre. Revista: Gerencie.com. Recuperado el 16 de octubre del 2021 de: <https://www.gerencie.com/flujo-de-caja-libre.html>.

Peiro Ucha (2016). WACC – Costo medio ponderado de capital. Revista: Economipedia. Com. Recuperado el 1 de octubre del 2021 de: <https://economipedia.com/definiciones/coste->

[medio-ponderado-del-capital-wacc.html](#).

John Wilmer Escobar (2017). Curso: Simulación Financiera. Universidad del Valle, Cali Colombia. Verano 2017.

Joseph Alberto (2021). ¿Qué es el valor económico agregado (EVA), y como se calcula? Revista: Contabilidad para todos. Com. Recuperado el 2 de octubre del 2021 de: <https://contabilidadparatodos.com/valor-economico-agregado-eva/#:~:text=Definici%C3%B3n%3A%20El%20Valor%20Econ%C3%B3mico%20Agregado,de%20decisiones%20en%20una%20empresa>.

Francisco Coll Morales (2021). Tipos de estudio. Revista: Economipedia. Com. Recuperado el 3 de octubre del 2021 de: <https://economipedia.com/definiciones/tipos-de-estudio.html#:~:text=Los%20tipos%20de%20estudio%20son,podemos%20emplear%20en%20dicho%20campo>.

Iván Martínez. (2013). Tipo de investigación descriptiva, Trabajo de investigación: Estudio del Microcrédito para pequeñas MiPymes en el departamento del Cauca 2013.

## ANEXOS.

Estos son algunos de los documentos, gráficas y demás elementos financieros utilizados para la realización de este trabajo.

### Anexos 1. Deuda a largo plazo - Harinera del Valle S.A.

ENTIDAD FINANCIERA	CONDICIONES ACTUALES							PAGO CAPITAL NOV \$(MM)	COTIZACIONES	
	VALOR DEUDA \$(MM)	TASA	PLAZO	PAGO CAPITAL	PAGO INT.	FECHA PAGO 1 CUOTA CTAL	PAGO CAPITAL 2017 \$(MM)		PROPUESTA RENOVACION 5 AÑOS	PROPUESTA RENOVACION 7 AÑOS
BANCO DE BOGOTA	60.000	IBR + 3,20	7 años	anual	semestral	7/11/2017	15.000	15.000	IBR + 3.5	IBR + 3.75
BANCOLOMBIA	30.000	IBR + 2.00	6 años	semestral	trimestral	27/05/2017	6.000	3.000	IBR + 2.65= 7.73% E.A.	IBR + 2.75= 7.83% E.A.
BANCO CORPBANCA	26.000	IBR + 3,02	5 años	anual	semestral	28/11/2017	6.500	6.500	IBR + 3.5	IBR+3.75
<b>TOTAL</b>	<b>116.000</b>						<b>PAGO CAPITAL AÑO 2017</b> 27.500			

Fuente: Harinera del Valle S.A.

### Anexos 2. Nuevas condiciones de crédito.

ENTIDAD FINANCIERA	NUEVAS CONDICIONES							
	DEUDA INICIAL \$(MM)	TASA	PLAZO	PAGO CAPITAL	PAGO INT.	FECHA PAGO 1 CUOTA CTAL	PAGO A CAPITAL \$(MM)	COMENTARIOS
BANCO DE BOGOTA	60.000	IBR +3.2	5 años	semestral	Trimestral	7/05/2020	10.000	RENOVADO
BANCOLOMBIA	30.000	IBR +2.00	6 años	semestral	trimestral	27/05/2017	3.000	NO SERENUEVA
BANCO CORPBANCA	26.000	IBR + 2.32	5 años	anual	semestral	28/11/2017	6.500	DISMINUCION TASA
<b>TOTAL</b>	<b>116.000</b>							

Fuente: Harinera del Valle S.A.

**Anexos 3. Condiciones actuales de Tasa.**

<b>CONDICIONES</b>				
<b>ACTUALES DE</b>				
<b>TASA</b>				
			TASA	
<b>TASA GIRO</b>	LIBOR(6M)	LIBOR (6M)	=	DEVALUACION =
<b>FINANCIADO</b>	+ 0.75	=1.5141%	2.264%	3.88%
	<b>Tasa efectiva expresada en pesos</b>			
	<b>es de 6.23% E.A.</b>			
	IBR 3			
<b>TASA DEUDA</b>	MESES=			
<b>LARGO PLAZO</b>	4.946%			
	<b>BANCOLOMBIA 7.73% E.A. 5</b>			
	<b>AÑOS Y 7.8%3 E.A. 6 AÑOS</b>			
	<b>BANCO DE</b>			
	<b>BOGOTA 8.83%</b>			
	<b>E.A.</b>			
	<b>BANCO ITAÚ</b>			
	<b>8.83% E.A.</b>			

**Fuente: Harinera del Valle S.A.**

#### Anexos 4. Tasa en Pesos.

Tasa en Pesos

4 BASES 360

	Deuda	IBR(tm)	Puntos	Tasa Nomin	Tasa E.A.	Tasa Mensual	Tasa Ponderada
Banco de Bta	60.000	4,98%	3,35%	8,33%	8,59%	0,69%	0,37%
Bancolombia	27.000	4,98%	2,00%	6,98%	7,16%	0,58%	0,14%
Corpbanca	26.000	4,98%	3,02%	8,00%	8,24%	0,67%	0,15%
	113.000						0,66%

Fuente: Harinera del Valle S.A.

#### Anexos 5. Tasa en Dólares.

12

	Valor	Trm	\$(mm)	Libor <sub>6m</sub>	Puntos	Tasanominal	Devaluación	Tasa E.A.pesos	Tasa Mensual
Tasa en USD	49,94	2.937,09	146.667	1,45%	0,60%	2,05%	4,40%	6,54%	0,53%

Valor total deuda									259.667
Tasa Prom Ponde									0,59%

INTERESES MENSUALES CANCELADOS									1.523,15
--------------------------------	--	--	--	--	--	--	--	--	----------

Fuente: Harinera del Valle S.A.

#### Anexos 6. Proyección 2019, Deuda en pesos.

	Proyección 2019 Deuda pesos		Proyección Giros			
	Capital	Intereses	Int usd	TRM	Int Pesos	
Enero	91.000		554	165.000	3163,46	521.970.900
febrero	91.000		554	187.049	3072,01	574.616.398
Marzo	91.000		554			
Abril	91.000		554			
Mayo	91.000		554			
Junio	88.000		538			
Julio	88.000		538			
Agosto	88.000		538			
Septiembre	88.000		538			
Octubre	88.000		538			
Noviembre	88.000		538			
Diciembre	78.500		483			
			6.477			

Fuente: Harinera del Valle S.A.

### Anexos 7. Harinera del Valle S.A - Lineas de Producción.

The screenshot shows the Harinera del Valle PYG system interface. At the top left is the logo 'hv harinera del valle' and the text 'PYG'. Below this are four filter panels:

- EMPRESA:** HDV (selected), IML, LLO, ISC, Sin asignar.
- LÍNEA:** Línea Comercial, Línea Industrial (selected), Sin asignar.
- G ARTÍCULO:** HNA MAIZ INDUSTRIAL, HNA TRIGO INDUSTRIAL, MEZCL. LISTAS IND, PASTA INDUSTRIAL, PT.HRINA-SUBPRD-MAQL, SUBPRODUCTO MAIZ, SUBPRODUCTO TRIGO, 1401.
- JERARQUÍA:** AGUILEÑA (selected), BOLA DE NIEVE, DOÑAREPA, HAZ DE OROS, LA AMERICANA, NATURA PANADERIA, PASTA INDUSTRIAL, PREMEZCLA INTEGRAL.

Fuente: Harinera del Valle S.A.

## Anexos 8. Pérdidas y ganancias.

PYG	2015	2016	2017	2018	2019
PESO DE MERCANCIAS	179.484	185.193	212.015	234.979	241.612
Ingresos	207.353	226.161	265.216	311.207	333.907
Dcto. Ventas	5.073	10.063	16.766	24.552	32.072
Dcto. Rappel	3.597	3.978	4.435	5.023	5.649
<b>INGRESO NETO</b>	<b>198.684</b>	<b>212.126</b>	<b>244.022</b>	<b>281.635</b>	<b>296.198</b>
Costo de Ventas	142.469	147.104	173.284	197.782	223.756
Capac No Utilizada	1.252	878	689	903	863
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>54.961</b>	<b>64.146</b>	<b>70.048</b>	<b>82.941</b>	<b>71.577</b>
Total Gastos Logísticos	22.950	26.055	29.613	32.675	34.176
Total Gastos Comerciales	5.769	7.696	5.580	6.037	7.370
Total Gener. Demanda	638	567	631	18	0
Total Gtos. Mercadeo	1.913	1.906	1.916	2.549	2.230
Gtos. Admon	12.012	12.354	14.310	15.509	15.703
Innovación Estratégica	1.445	1.301	1.316	1.469	1.289
<b>MARGEN OPERATIVO</b>	<b>10.234</b>	<b>14.266</b>	<b>16.682</b>	<b>24.686</b>	<b>10.809</b>
<b>EBITDA</b>	<b>12.444</b>	<b>16.515</b>	<b>19.151</b>	<b>26.962</b>	<b>13.142</b>

Fuente: Harinera del Valle S.A.

## Anexos 9. Estado de situación financiera con análisis vertical y Horizontal.

HARINERA DEL VALLE S.A.																
ESTADOS DE SITUACION FINANCIERA SEPARADOS POR LOS AÑOS TERMINADOS DE 2019 A 2015																
Cifras expresadas en miles de pesos colombianos																
ACTIVO	PROMEDIO															
	2019	Análisis Vertical	Análisis Horizontal	2018	Análisis Vertical	Análisis Horizontal	2017	Análisis Vertical	Análisis Horizontal	2016	Análisis Vertical	Análisis Horizontal	2015	Análisis Vertical	2019-2018	2017-2016
<b>ACTIVOS CORRIENTES:</b>																
Efectivo y equivalentes de efectivo (Nota 6)	69.077.771	4%	20%	57.562.549	4%	8%	53.151.889	4%	7%	49.445.191	4%	146%	20.104.914	1,60%	63.320.210	51.288.540
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar (Nota 7)	156.567.211	10%	10%	142.827.542	10%	1%	141.819.130	10%	-0,19%	142.086.318	10%	-24%	187.184.605	14,94%	149.697.376	141.952.724
Activos financieros (Nota 8)	2.639.674	0,16%	-72%	9.425.795	1%	486%	1.607.953	0,12%	77%	909.376	0,07%	-92%	11.460.608	0,91%	6.032.734	1.258.665
Inventarios (Nota 9)	138.758.691	9%	-7%	149.120.074	11%	23%	121.656.302	9%	-2%	123.761.727	9%	4%	118.490.612	9,46%	143.939.382	122.709.014
Activos por impuestos corrientes (Nota 10)	24.364.577	2%	43%	17.059.491	1%	14%	15.017.361	1%	33%	11.288.608	1%	-28%	15.619.337	1,25%	20.712.034	13.152.985
Activos por derecho de uso (Nota 12)	2.207.421	0,14%	0%	-	0%	0%	-	0%	0%	-	0%	0%	-	0,00%	1.103.711	-
Otros activos no financieros	1.325.502	0,08%	14%	1.162.077	0,08%	17%	994.577	0,07%	-2%	1.014.591	0,07%	24%	817.194	0,07%	1.243.790	1.004.584
<b>Total activos corrientes</b>	<b>394.940.847</b>	<b>25%</b>	<b>5%</b>	<b>377.157.627</b>	<b>27%</b>	<b>13%</b>	<b>334.247.213</b>	<b>24%</b>	<b>2%</b>	<b>328.505.811</b>	<b>24%</b>	<b>-7%</b>	<b>353.677.270</b>	<b>28%</b>	<b>386.049.237</b>	<b>331.376.512</b>
Capital de trabajo neto	59.953.711			94.178.640			103.102.254			62.073.424			99.241.716			
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES:</b>																
Cuentas por cobrar partes relacionadas (Nota 7)	33.028.550	2%	29%	25.687.694	2%	24%	20.689.324	1%	-10%	22.987.580	2%	69%	13.562.817	1%	29.358.122	21.838.452
Activos financieros (Nota 8)	759.574.569	47%	28%	594.442.013	43%	-11%	666.266.692	48%	3%	644.361.860	47%	436%	120.255.754	10%	677.008.291	655.314.276
Propiedad, planta y equipo, neto (Nota 11)	179.794.079	11%	14%	157.205.593	11%	14%	137.533.157	10%	4%	132.156.428	10%	1090%	11.104.306	1%	168.499.836	134.844.920
Activos por derecho de uso (Nota 12)	4.366.513	0,3%	0%	-	0%	0%	-	0%	0%	-	0%	0%	-	0%	2.183.257	-
Propiedades de inversión (Nota 13)	35.882.585	2%	57%	22.827.859	2%	45%	15.731.695	1%	-5%	16.575.925	1%	994%	1.514.760	0%	29.355.222	16.153.810
Activos intangibles (Nota 14)	66.195.146	4%	5%	63.214.628	5%	0%	62.943.566	5%	-6%	66.940.052	5%	-33%	100.441.875	8%	64.704.887	64.941.809
Inversiones en subsidiarias (Nota 15.1)	61.675.718	4%	-32%	90.258.788	7%	-1%	91.237.132	7%	-6%	96.759.112	7%	137%	40.748.633	3%	75.967.253	93.998.421
Inversiones en asociadas (Nota 15.2)	66.518.505	4%	18%	56.431.041	4%	-2%	57.339.027	4%	-1%	57.743.628	4%	-91%	611.637.043	49%	61.474.773	57.541.328
<b>Total activos no corrientes</b>	<b>1.207.035.665</b>	<b>75%</b>	<b>20%</b>	<b>1.010.067.618</b>	<b>73%</b>	<b>-4%</b>	<b>1.051.740.592</b>	<b>76%</b>	<b>1%</b>	<b>1.037.525.184</b>	<b>76%</b>	<b>15%</b>	<b>899.265.188</b>	<b>72%</b>	<b>1.108.551.641</b>	<b>1.044.632.888</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>1.601.976.512</b>	<b>100%</b>	<b>15%</b>	<b>1.387.225.245</b>	<b>100%</b>	<b>0%</b>	<b>1.385.987.804</b>	<b>100%</b>	<b>1%</b>	<b>1.366.030.994</b>	<b>100%</b>	<b>9%</b>	<b>1.252.942.458</b>	<b>100%</b>	<b>1.494.600.878</b>	<b>1.376.009.399</b>
<b>PASIVOS Y PATRIMONIO</b>																
<b>PASIVOS CORRIENTES:</b>																
Préstamos (Nota 16)	229.006.410	14%	18%	193.357.582	14%	22%	157.897.061	11%	-16%	187.141.812	14%	-1%	188.214.502	15%	211.181.996	172.519.436
Cuentas comerciales por pagar y otras cuentas por pagar (Nota 17)	87.476.107	5%	18%	74.227.101	5%	38%	53.689.032	4%	-6%	57.383.125	4%	9%	52.843.919	4%	80.851.604	55.536.079
Pasivos por impuestos corrientes (Nota 18)	11.141.889	1%	24%	8.962.727	1%	4%	8.610.869	1%	-25%	11.520.615	1%	42%	8.133.862	1%	10.052.298	10.065.642
Beneficios a empleados (19)	6.727.984	0,4%	5%	6.431.576	0,46%	9%	5.925.098	0,43%	6%	5.587.108	0,41%	7%	5.243.251	0,42%	6.579.780	5.756.103
Otros pasivos (Nota 20)	634.766	0,04%	0%	-	0,00%	-100%	5.023.098	0,36%	5%	4.799.727	0,35%	0%	-	0%	317.383	4.911.413
<b>Total pasivos corrientes</b>	<b>334.987.136</b>	<b>21%</b>	<b>18%</b>	<b>282.978.987</b>	<b>20%</b>	<b>22%</b>	<b>231.144.959</b>	<b>17%</b>	<b>-13%</b>	<b>266.432.386</b>	<b>20%</b>	<b>5%</b>	<b>254.435.554</b>	<b>20%</b>	<b>308.983.061</b>	<b>248.788.673</b>
<b>PASIVOS NO CORRIENTES:</b>																
Préstamos (Nota 15)	50.366.513	3%	-36%	78.500.000	6%	-14%	91.000.000	7%	3%	88.500.000	6%	-24%	116.000.000	9%	64.483.257	89.750.000
Cuentas por pagar a compañías relacionadas (Nota 16)	-	0%	0%	-	0%	0%	-	0%	0%	-	0%	-100%	290.858	0,02%	-	-
Pasivos por impuestos diferidos neto (Nota 33.2)	42.534.251	3%	9%	38.982.041	3%	2%	38.263.599	3%	6%	36.024.647	3%	2%	35.288.973	3%	40.758.146	37.144.123
Beneficios a empleados (Nota 18)	1.453.587	0,09%	13%	1.290.778	0,1%	-33%	1.934.621	0,14%	3%	1.872.654	0,14%	-8%	2.032.333	0,16%	1.372.182	1.903.638
Provisiones y pasivos contingentes (Nota 20)	695.315	0,04%	0%	695.315	0,1%	-48%	1.332.631	0,10%	-14%	1.543.292	0,11%	-4%	1.612.765	0,13%	695.315	1.437.961
<b>Total pasivos no corrientes</b>	<b>95.049.666</b>	<b>6%</b>	<b>-20%</b>	<b>119.468.134</b>	<b>9%</b>	<b>-10%</b>	<b>132.530.851</b>	<b>10%</b>	<b>4%</b>	<b>127.940.593</b>	<b>9%</b>	<b>-18%</b>	<b>155.224.929</b>	<b>12%</b>	<b>107.258.900</b>	<b>130.235.722</b>
<b>Total pasivos</b>	<b>430.036.802</b>	<b>27%</b>	<b>7%</b>	<b>402.447.120</b>	<b>29%</b>	<b>11%</b>	<b>363.675.810</b>	<b>26%</b>	<b>-8%</b>	<b>394.372.979</b>	<b>29%</b>	<b>-4%</b>	<b>409.660.483</b>	<b>33%</b>	<b>416.241.961</b>	<b>379.024.395</b>
<b>PATRIMONIO:</b>																
Capital emitido (Nota 21)	722.868	0,05%	0%	722.868	0,1%	2%	709.000	0,05%	0%	709.000	0,05%	5%	676.026	0,05%	722.868	709.000
Prima en colocación de acciones (Nota 21)	223.393.756	14%	0%	223.393.756	16%	10%	203.411.259	15%	0%	203.411.259	15%	25%	162.312.117	13%	223.393.756	203.411.259
Reservas (Nota 22)	186.658.657	12%	15%	162.674.634	12%	0%	162.674.634	12%	0%	162.674.634	12%	1%	161.373.431	13%	174.666.646	162.674.634
Utilidad del ejercicio	39.382.846	2%	-11%	44.376.800	3%	5%	42.293.964	3%	53%	27.678.504	2%	14%	24.207.615	2%	41.879.823	34.986.234
Utilidades retenidas	645.552.846	40%	0%	644.227.899	46%	6%	609.930.623	44%	4%	588.175.645	43%	3%	569.943.742	45%	644.890.372	599.053.134
Otro resultado integral (Nota 22)	76.228.737	5%	-184%	90.617.833	-7%	-2852%	3.292.516	0,2%	-130%	-10.991.027	-1%	-85%	-75.230.955	-6%	7.194.548	-3.849.256
<b>Total patrimonio</b>	<b>1.171.939.710</b>	<b>73%</b>	<b>19%</b>	<b>984.778.124</b>	<b>71%</b>	<b>-4%</b>	<b>1.022.311.996</b>	<b>74%</b>	<b>5%</b>	<b>971.658.016</b>	<b>71%</b>	<b>15%</b>	<b>843.281.976</b>	<b>67%</b>	<b>1.078.358.917</b>	<b>996.985.006</b>
<b>TOTAL PASIVO MAS PATRIMONIO</b>	<b>1.601.976.512</b>	<b>100%</b>	<b>15%</b>	<b>1.387.225.245</b>	<b>100%</b>	<b>0,1%</b>	<b>1.385.987.806</b>	<b>100%</b>	<b>1%</b>	<b>1.366.030.995</b>	<b>100%</b>	<b>9%</b>	<b>1.252.942.459</b>	<b>100%</b>	<b>1.494.600.878</b>	<b>1.376.009.401</b>

Fuente: Harinera del Valle S.A

## Anexos 10. Estado de resultados integrales con análisis Vertical y Horizontal.

HARINERA DEL VALLE S.A.															
ESTADOS DE RESULTADOS INTEGRALES SEPARADOS															
POR LOS AÑOS TERMINADOS EL 31 DE DICIEMBRE DE 2019 A 2015															
Cifras en miles de pesos colombianos															
	2019			2018			2017			2016			PROMEDIO		
	Análisis Vertical	Análisis Horizontal		Análisis Vertical	Análisis Horizontal		Análisis Vertical	Análisis Horizontal		Análisis Vertical	Análisis Horizontal		2019-2018	2017-2016	
Ingresos (Nota 23)	939.653.271	100%	8%	872.649.001	100%	6%	821.506.209	100%	2%	805.477.260	100%	10%	729.267.824	\$ 906.151.136	\$ 813.491.735
Costo de Venta (Nota 24)	(723.706.541)	-77%	11%	(649.848.267)	-74%	4%	(621.973.810)	-76%	1%	(617.205.457)	-77%	12%	(552.104.460)	-\$ 686.777.404	-\$ 619.589.634
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>215.946.730</b>	<b>23%</b>	<b>-3%</b>	<b>222.800.734</b>	<b>26%</b>	<b>12%</b>	<b>199.532.399</b>	<b>24%</b>	<b>6%</b>	<b>188.271.803</b>	<b>23%</b>	<b>6%</b>	<b>177.163.364</b>	<b>\$ 219.373.732</b>	<b>\$ 193.902.101</b>
Margen bruto	23%			26%			24%			23%			24%		
<b>Otros Ingresos Operacionales (Nota 25)</b>	<b>15.348.315</b>	<b>2%</b>	<b>1%</b>	<b>15.206.722</b>	<b>2%</b>	<b>54%</b>	<b>9.871.575</b>	<b>1%</b>	<b>-1%</b>	<b>10.018.291</b>	<b>1%</b>	<b>88%</b>	<b>5.343.000</b>	<b>\$ 15.277.519</b>	<b>\$ 9.944.933</b>
													\$	-	\$
Dividendos y otros Ingresos (Nota 26)	40.954.018	4%	-2%	41.993.545	4,81%	-24%	54.964.601	7%	-3%	56.570.619	7%	54%	36.677.138	\$ 41.473.781	\$ 55.767.610
Otras ganancias y pérdidas (Nota 27)	3.197.930	0,34%	105%	1.559.318	0,18%	-126%	(5.973.753)	-1%	1%	(5.907.198)	-1%	-53%	(12.503.213)	\$ 2.378.624	-\$ 5.940.476
Gastos de ventas (Nota 28)	(167.848.317)	-18%	6%	(158.787.917)	-18%	10%	(144.411.497)	-18%	4%	(139.449.264)	-17%	7%	(129.855.711)	-\$ 163.318.117	-\$ 141.930.380
Gastos de administración (Nota 29)	(34.217.786)	-4%	-25%	(45.575.551)	-5%	49%	(30.612.513)	-4%	6%	(28.967.010)	-4%	2%	(28.262.050)	-\$ 39.896.668	-\$ 29.789.762
Costos financieros (Nota 30)	(18.290.503)	-2%	7%	(17.133.109)	-2%	-10%	(19.142.427)	-2%	-3%	(19.689.440)	-2%	22%	(16.196.011)	-\$ 17.711.806	-\$ 19.415.933
Otros gastos (Nota 31)	(8.094.607)	-1%	-33%	(11.997.978)	-1%	-23%	(15.571.717)	-2%	-41%	(26.484.726)	-3%	452%	(4.795.482)	-\$ 10.046.293	-\$ 21.028.222
Participación en los resultados de las inversiones (Nota 32)	2.116.446	0,23%	-22%	2.709.684	0,31%	-16%	3.215.561	0,39%	-266%	(1.941.980)	-0,24%	-58%	(4.677.390)	\$ 2.413.065	\$ 636.791
<b>Utilidad antes de impuesto sobre la renta</b>	<b>49.112.226</b>	<b>5%</b>	<b>-3%</b>	<b>50.775.449</b>	<b>6%</b>	<b>-2%</b>	<b>51.872.229</b>	<b>6%</b>	<b>60%</b>	<b>32.421.095</b>	<b>4%</b>	<b>42%</b>	<b>22.893.645</b>	<b>\$ 49.943.837</b>	<b>\$ 42.146.662</b>
<b>Margen operativo</b>	<b>5%</b>			<b>6%</b>			<b>6%</b>			<b>4%</b>			<b>3%</b>		
Gasto por impuesto sobre la renta: (Nota 33)															
Corriente (33.1)	-5450970	-1%	22%	(4.474.310)	-1%	-12%	(5.073.910)	-1%	-39%	(8.253.304)	-1%	163%	(3.141.787)	-\$ 4.962.640	-\$ 6.663.607
Diferido (33.2)	-4278410	-0,46%	122%	(1.924.338)	-0,22%	-57%	(4.504.355)	-1%	-228%	3.510.713	0,44%	-21%	4.455.758	-\$ 3.101.374	-\$ 496.821
<b>Utilidad neta</b>	<b>39.382.846</b>	<b>4%</b>	<b>-11%</b>	<b>44.376.801</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>42.293.964</b>	<b>5%</b>	<b>53%</b>	<b>27.678.505</b>	<b>3%</b>	<b>14%</b>	<b>24.207.616</b>	<b>\$ 41.879.823</b>	<b>\$ 34.986.234</b>
<b>Margen neto</b>	<b>4%</b>			<b>5%</b>			<b>5%</b>			<b>3%</b>			<b>3%</b>		
<b>OTRO RESULTADO INTEGRAL:</b>															
<b>Partidas que pueden reclasificarse posteriormente al Resultado del Periodo</b>															
Ganancia por valoración de activos financieros designados a su valor razonable con cambios en otro resultado integral neto de impuestos	168400281	18%	-290%	(88.599.881)	-10%	-458%	24.735.752	3%	-17%	29.843.417	4%	-167%	(44.372.269)	\$ 39.900.200	\$ 27.289.585
Participación en otro resultado integral de las asociadas (Nota 22)	-	0%	-100%	311.410	0,04%	-116%	(1.971.444)	-0,24%	-113%	15.419.414	2%	0%	-	\$ 155.705	\$ 6.723.985
Participación de otros resultados integrales de subsidiarias (Nota 22)	-19823246	-2%	213%	(6.338.481)	-1%	-30%	(8.999.195)	-1%	-181%	11.173.101	1%	1823%	580.965	-\$ 13.080.864	\$ 1.086.953
<b>Partidas que no se reclasifican posteriormente al resultado</b>															
Superavit por impuesto diferido de propiedades, planta y equipo	18983513	2%	2549%	716.603	0,08%	38%	518.430	0,06%	-93%	7.803.996	1%	0%	-	\$ 9.850.058	\$ 4.161.213
Ganancias (pérdidas) actuariales	(184.680)	-0,02%	-131%	594.877	0,07%	-1839%	(34.205)	0,00%	-127%	125.217	0,02%	-60%	314.924	\$ 205.098	\$ 45.506
<b>Total resultado integral del año</b>	<b>206.758.714</b>	<b>22%</b>	<b>-522%</b>	<b>-48.938.671</b>	<b>-6%</b>	<b>-187%</b>	<b>56.543.302</b>	<b>7%</b>	<b>-39%</b>	<b>92.043.650</b>	<b>11%</b>	<b>-578%</b>	<b>-19.268.764</b>	<b>\$ 78.910.021</b>	<b>\$ 74.293.476</b>

Fuente: Harinera del Valle S.A.

