

Gamba Lopez Compañía Ltda.

Burkenroad Report

Antonio Londoño

Mauricio Gamba

Director del trabajo de Grado: Julián Benavides Franco

Trabajo de Grado para optar por el título de Magister en Finanzas



Universidad Icesi
Facultad de Ciencias, Administrativas y Económicas
Cali, Valle del Cauca
Junio 15 2018

EXECUTIVE SUMMARY

Table 1. Conclusion

Date	31/12/2017
Price	COP\$31,484,327.
Recommendation	BUY
Firm Valuation	COP\$283,358,491.

COMPANY DESCRIPTION

Gamba Lopez Cia Ltda, is food manufacturer with over 30 years in the Market, under the segment savory snacks, and its main product is the Oblea, sold in an aggregate value in Cosmobleas or as a finished product in the main supermarkets in Cali, the portfolio is completed with Barquillos and Arequipe. The served Oblea is a traditional snack in Colombia, mainly in Bogotá, Bucaramanga and Cali. There are around 10 manufacturers in Colombia in the same cities, and Gamba Lopez located in Cali and Valle del Cauca.

The company has made a huge effort investing in an Oblea producer machine, in order to automate the manufacturing the process and low its costs, looking forward to improve their results in the upcoming years.

HISTORICAL FINANCIAL RESULTS

Table 2 Historical Financial results in COP

As of December 31 2017

Account	2013	2014	2015	2016	2017
Revenue	380,664,004	398,013,372	450,103,526	494,950,494	500,400,241
Net Income	2,548,618	3,867,413	2,328,127	- 34,130,591	384,759
Total Assets	217,935,844	208,329,602	249,851,367	278,880,002	347,435,562
Total Liabilities	144,869,024	131,395,369	170,589,007	229,176,819	276,215,431
Net Worth	73,066,820	76,934,233	79,262,360	49,703,183	71,220,131

VALUATION RATIONALE

Today's financial results aren't the best in the company, having compromise their operation if they continue with the same average results from the past 5 years, thus the fair market value would be by liquidation in result of their negative free cash flows. We do believe, with an organized strategic planning and making changes with high impact in the operation, will bring a turnover on the results and making a today value of \$283,358,941, or in other words each partner will have a value of \$31,484,327.

Table 3 Basic Assumptions

Item	Assumption
Income growth rate (2017 – 2022)	8%
FCF growth rate (perpetuity)	3%
Beta Unlevered	0.94
WACC	12.26%
Accounts Receivable (days)	38
Debts to pay (days)	35
Stocks (days)	15

Table 4 Selected Projections in COP

As of December 2022

Account	2018	2019	2020	2021	2022
Revenue	540,432,260	583,666,841	630,360,188	680,789,003	735,252,124
Net Income	12,268,345	20,550,297	29,919,091	40,486,638	52,375,280
Total Assets	350,612,416	383,535,857	426,442,580	480,563,732	547,254,587
Total Liabilities	267,123,940	279,497,084	292,484,717	306,119,231	320,434,806
Net Worth	83,488,476	104,038,773	133,957,864	174,444,501	226,819,781

RESUMEN EJECUTIVO

Tabla 5. Conclusión

Fecha	31/12/2017
Precio por Participación	COP\$30,755,386.
Recomendación	COMPRAR
Valor de la empresa	COP\$283,358,491

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

Gamba Lopez Cia Ltda., es una empresa manufacturera de alimentos con más de 30 años en el mercado, se encuentra en el segmento de pasabocas y su producto principal es la Oblea, cuya presentación se puede encontrar preparada en el punto de venta (Cosmo Obleas) o como producto terminado en las diferentes cadenas de supermercados de la ciudad de Cali principalmente, como valor agregado en el punto de venta, el portafolio de productos se completa con Barquillos y Arequipe entre otros. Las obleas preparadas son un pasabocas tradicional en Colombia, principalmente en ciudades como Bogotá, Bucaramanga y Cali. En Colombia son alrededor de 10 fábricas de obleas en las ciudades ya mencionadas, teniendo presencia Gamba Lopez principalmente en la ciudad de Cali y El Valle del Cauca.

INFORMACIÓN FINANCIERA HISTORICA

Tabla 6 Resultados Financieros Históricos en COP

A Diciembre 31 2017

Cuenta	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos	380,664,004	398,013,372	450,103,526	494,950,494	500,400,241
Utilidad Neta	2,548,618	3,867,413	2,328,127	- 34,130,591	384,759
Total Activos	217,935,844	208,329,602	249,851,367	278,880,002	347,435,562
Total Pasivos	144,869,024	131,395,369	170,589,007	229,176,819	276,215,431
Patrimonio Neto	73,066,820	76,934,233	79,262,360	49,703,183	71,220,131

JUSTIFICACIÓN DE LA VALORACIÓN

Actualmente la compañía no presenta los mejores resultados financieros, al punto que su continuidad se puede ver comprometida si se mantienen los resultados promedios de los últimos 5 años, por lo anterior hallar el justo valor de mercado con la situación actual, arrojaría que se debe valorar como sociedad en liquidación, dado que los Flujos de Caja Libre proyectados serían negativos. Sin embargo creemos que siguiendo una planeación estratégica y realizando algunos cambios que no son de gran magnitud dentro de la operación, sus resultados se pueden ver influenciados positivamente al punto de recuperar el valor de la compañía y llegar a alcanzar un valor de \$ 283,358,941 al día de hoy, lo cual nos llevaría a decir que cada parte de la sociedad tiene un valor de \$ 31,484,327. A continuación en la tabla 7 están los siguientes supuestos usados en el proceso de valoración:

Tabla 7 Suposiciones básicas

Ítem	Supuesto
Crecimiento ingresos (2017 – 2022)	8%
Crecimiento FCL (perpetuo)	3%
Beta Desapalancado	0.94
Costo promedio de Capital	12.26%
Cuentas x Cobrar (días)	38
Cuentas x Pagar (días)	35
Inventarios (días)	15

Tabla 8 Proyecciones Seleccionadas en COP Diciembre 2022

Cuenta	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos	540,432,260	583,666,841	630,360,188	680,789,003	735,252,124
Utilidad Neta	12,268,345	20,550,297	29,919,091	40,486,638	52,375,280
Total Activos	350,612,416	383,535,857	426,442,580	480,563,732	547,254,587
Total Pasivos	267,123,940	279,497,084	292,484,717	306,119,231	320,434,806
Patrimonio	83,488,476	104,038,773	133,957,864	174,444,501	226,819,781

Tabla de contenido

EXECUTIVE SUMMARY	2
RESUMEN EJECUTIVO.....	4
1 Análisis de la Industria.....	10
1.1 Segmento del Mercado.....	10
1.1.1 Comportamiento del Mercado.	10
1.1.2 Perspectivas del mercado de pasabocas en Colombia.	10
1.2 Participación de Mercado.....	12
1.2.1 Competidores.	12
1.3 Tendencias.....	12
1.4 Fuerzas de Porter.....	12
1.4.1 Barreras de entrada.	12
1.4.2 Poder de negociación de Proveedores.....	12
1.4.3 Poder de negociación de Compradores.....	13
1.5 Disponibilidad de Sustitutos.	13
1.6 Intensidad de la competencia en el Sector o Industria.	13
2 Descripción de la Compañía.....	13
2.1 Reseña histórica.....	13
2.2 Productos y Principales Clientes.....	14
2.3 Estrategia.....	15
2.3.1 Estrategia comercial.....	15
2.3.2 Estrategia de Producción.....	15
2.4 Hechos o tendencias recientes.....	16
2.5 Estructura de Propiedad.	16
2.5.1 German Gamba Lopez.	16
2.5.2 Guillermo Gamba Lopez.....	16

2.5.3	Planes de Compensación a ejecutivos.....	16
2.5.4	Composición Junta Directiva y Composición accionaria	16
3	Desempeño Reciente y Expectativas.	17
4	Diagnostico Financiero	18
5	Análisis de Competidores.	19
5.1	Alimentos Jose A Ltda.	20
5.2	Productos de Antaño.	20
5.3	Obleas Floridablanca.....	21
6	Tesis de inversión.	21
6.1	La oblea es un producto con poca participación en el segmento de Pasabocas.	21
6.2	Cambios en la dirección de Productos Gamba Cia Ltda.....	22
6.3	Estructura societaria de Productos Gamba.....	22
6.4	Reorganización de la participación de ventas por canal.	22
6.5	Disminuir las cuentas por pagar y los Inventarios.	23
6.6	Margen EBITDA.....	23
7	Modelo Financiero	24
7.1	Supuestos de Proyección.....	24
7.1.1	Ventas, egresos y crecimiento de largo plazo.....	24
7.1.2	Balance General.....	25
8	Costo de Capital.....	25
9	Valoración Método del Flujo de Caja Descontado.	26
10	Valoración por Múltiplos.....	28
11	Valoración Ponderada Estimada.	29
12	Z-Score de Altman.....	29
13	Anexos	32

13.1	Anexo 1 - Estados Financieros Históricos.....	32
13.2	Anexo 2 - Estados Financieros Proyectados.....	33
13.3	Anexo 3 - Flujos de Caja Históricos.....	35
13.4	Anexo 4 - Flujo de Caja Proyectado.....	35
13.5	Anexo 5 – Calculo Ke	36
14	Bibliografía	¡Error! Marcador no definido.

Indices De Ilustraciones

<i>Ilustración 1 Participación de las Ventas por Producto y Canal.....</i>	14
--	----

Indices De Graficas

Gráfica 1 participación de los sub-segmentos en Pasabocas en 2017	11
Gráfica 2 Comparativo con otras empresas	19
Gráfica 3 Proyección de Ventas y Egresos	24
Gráfica 4 Z Score	31

Indices De Tablas de Contenido

Table 1. Conclusion	2
Table 2 Historical Financial results in COP	2
Table 3 Basic Assumptions.....	3
Table 4 Selected Projections in COP	3
Tabla 5. Conclusión	4
Tabla 6 Resultados Financieros Históricos en COP	4
Tabla 7 Suposiciones básicos.....	5
Tabla 8 Proyecciones Seleccionadas en COP Diciembre 2022.....	5
Tabla 9 Ventas Históricas Segmento Pasabocas Colombia en Millones de COP	10
Tabla 10 Forecast del Segmento Pasabocas Colombia en Millones de COP	11
Tabla 11 Junta Directiva y Participación Accionaria	17
Tabla 12 Ventas y Ebitda Histórico En Productos Gamba.	17
Tabla 13 FCL y Delta de capital de trabajo Histórico En Productos Gamba.	18
Tabla 14 Indicadores Financieros de Liquidez	18
Tabla 15 Indicadores Financieros de Endeudamiento	18
Tabla 16 Indicadores de Desempeño	19
Tabla 17 Gamba Lopez Vs Jose A en 2013.....	20
Tabla 18 Gamba Lopez Vs Productos Naturales de la Sabana en 2012	20
Tabla 19 Gamba Lopez Vs Obleas Floridablanca 2016	21
Tabla 20 Supuestos Ventas y Egresos	25
Tabla 21 Supuestos Balance general.....	25
<i>Tabla 22 Parámetros y Cálculo de Costo de Capital No apalancado</i>	<i>26</i>
Tabla 23 Parámetros de la Valoración	27
Tabla 24 Valor de la Empresa.....	27
Tabla 25 Valoración por Múltiplos.....	28
Tabla 26 Ponderación de la Valoración	29
Tabla 27 Información Productos Gamba	30
Tabla 28 Zona de Discriminación.....	30

1 Análisis de la Industria.

1.1 Segmento del Mercado.

Las principales ciudades de Colombia tienen empresas enfocadas en el mercado de obleas, siendo Bogotá la ciudad principal con un mayor número de empresas, Cali, Medellín con empresas representativas, y Floridablanca como ciudad que se caracteriza por este tipo de pasabocas.

Las obleas y barquillos hacen parte del segmento Pasabocas (Savoury Snacks), específicamente dentro del sub segmento Otros Pasabocas (Other Savoury Snacks).

1.1.1 Comportamiento del Mercado.

En el 2017 el segmento Pasabocas registró un crecimiento del 6.04% respecto al 2016, con ventas de COP\$2.909.920 miles de millones como muestra la tabla 9, y el crecimiento promedio de todo el segmento en los últimos 5 años fue del 6%. Ahora el sub-segmento otros pasabocas (other savoury snacks), donde se encuentran las obleas, registro un crecimiento del 10.3% en el 2017 respecto al 2016, tal como se refleja en la Tabla 9:

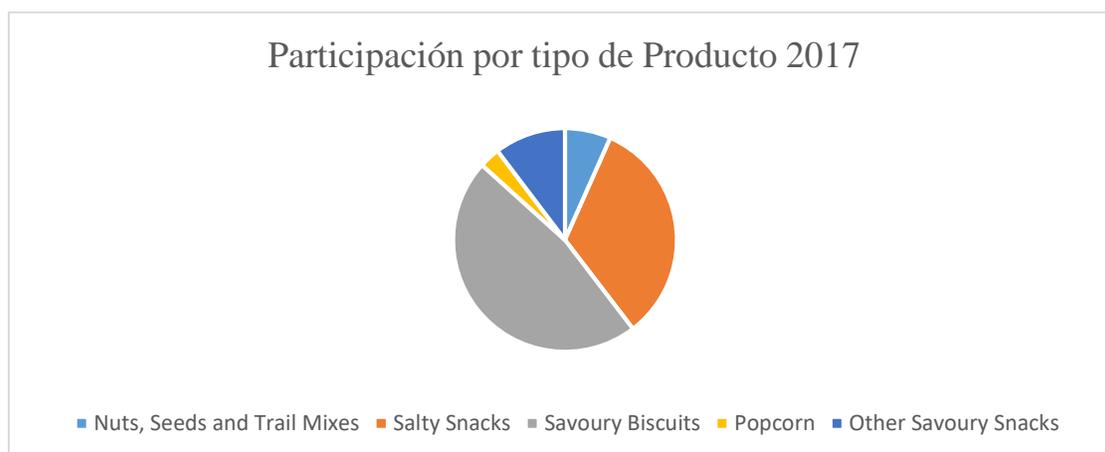
Tabla 9 Ventas Históricas Segmento Pasabocas Colombia en Millones de COP

COP MMM	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Nuts, Seeds and Trail Mixes	144.35	159.81	180.25	190.86	202.31	215.16
Salty Snacks	715.08	782.69	857.65	936.55	995.26	1,069.10
Savoury Biscuits	1,021.52	1,042.42	1,072.17	1,100.06	1,126.66	1,165.49
Popcorn	65.01	67.96	74.34	82.45	88.35	94.36
Other Savoury Snacks	223.69	246.79	273.13	310.43	331.65	365.81
Savoury Snacks	2,169.64	2,299.67	2,457.55	2,620.35	2,744.23	2,909.92

(Euromonitor, Euromonitor Internacional de estadísticas oficiales, asociaciones de comercio, prensa, búsqueda de compañías, entrevista de comercio, fuentes de comercio., s.f.)

La grafica 1, resume para el 2017 cuál es la participación de cada tipo de producto en el segmento de pasabocas:

Gráfica 1 participación de los sub-segmentos en Pasabocas en 2017



(Euromonitor, Euromonitor Internacional de estadísticas oficiales, asociaciones de comercio, prensa, búsqueda de compañías, entrevista de comercio, fuentes de comercio., s.f.)

1.1.2 Perspectivas del mercado de pasabocas en Colombia.

Las perspectivas de crecimiento del segmento de pasabocas en Colombia, presentan una disminución con respecto a los años anteriores, ubicándose en un promedio de crecimiento del 2.6%, mientras que el sub segmento de otros pasabocas esperar crecer un promedio de 3.8%, lo cual brinda en promedio un crecimiento del 3.2%. En la tabla 10 se muestran las proyecciones del sector:

Tabla 10 Forecast del Segmento Pasabocas Colombia en Millones de COP

COP billion	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Nuts, Seeds and Trail Mixes	215.16	223.24	234.43	244.43	253.52	261.58
Salty Snacks	1,069.10	1,100.32	1,143.44	1,183.34	1,220.34	1,253.77
Savoury Biscuits	1,165.49	1,173.06	1,191.29	1,209.42	1,221.28	1,232.85
Popcorn	94.36	97.33	101.52	105.23	108.72	111.84
Pretzels	-	-	-	-	-	-
Other Savoury Snacks	365.81	379.18	397.42	413.97	428.53	440.84
Savoury Snacks	2,909.92	2,973.13	3,068.10	3,156.39	3,232.40	3,300.88

(Euromonitor, Euromonitor Internacional de estadísticas oficiales, asociaciones de comercio, prensa, búsqueda de compañías, entrevista de comercio, fuentes de comercio., s.f.)

1.2 Participación de Mercado

1.2.1 Competidores.

Los principales competidores de la empresa se encuentran en la ciudad de Bogotá, son Alimentos Jose A Ltda., y Productos de Antaño S.A. Un competidor importante esta en Santander, Obleas Floridablanca SAS. Son empresas familiares, con una tradición de más de 20 años en el mercado.

1.3 Tendencias.

El segmento de pasabocas ha sido impactado por la tendencia a consumir productos saludables, a hacer deporte y tener una buena alimentación. Los fabricantes de pasabocas han respondido con el desarrollo de nuevos productos, y la innovación en nuevos sabores, empaques y presentaciones a la vez que se ajustan a al enfoque de vida saludable por parte de los consumidores.

1.4 Fuerzas de Porter.

1.4.1 Barreras de entrada.

Gamba Lopez cia Ltda., tiene cobertura principalmente en Cali, algunos municipios del Valle del Cauca, Quindío y Risaralda. Bogotá es un mercado importante, e iniciar ventas en esta ciudad requiere un sistema de distribución local el cual requiere capital nuevo. El capital también es una barrera hoy para abrir nuevos puntos de venta propios, por la necesidad de inversión, y debido al nivel de endeudamiento actual.

1.4.2 Poder de negociación de Proveedores.

La harina es la materia prima principal para la fabricación de Obleas, siendo un 60% del costo del producto. A pesar de las opciones en diferentes proveedores, solo con Harinera del Valle¹ se ha logrado obtener la mejor calidad en el producto terminado. Una gran ventaja de tener este proveedor es su presencia local, pero es necesario buscar una o dos opciones más, ya que siempre está presente un riesgo en los escenarios en que Harinera del Valle suba los precios, presente

¹ Harinera del Valle es una empresa Valle Caucana que produce alimentos como Pastas la Muñeca y harina de trigo Haz de Oros, con más de 64 años en el Mercado.

demoras en entregas, closure sus operaciones, entre otros. El plazo de 30 días impuesto por esta empresa hoy tiene un impacto directo en los resultados de la empresa.

1.4.3 Poder de negociación de Compradores.

Obleas Gamba es la principal marca en los Almacenes la 14², Súper In³ter y otras cadenas locales empresas que imponen las condiciones de compra, principalmente los términos de pago. Los atrasos en los pagos en días adicionales a las condiciones pactadas que son altos, afectan de forma negativa el flujo de caja de la empresa.

1.5 Disponibilidad de Sustitutos.

Las obleas están en la categoría de pasabocas, cuya oferta en producto es bastante amplio. Las ventas conocidas de las empresas de obleas demuestran que su participación es baja comparación de otros productos.

1.6 Intensidad de la competencia en el Sector o Industria.

A nivel local donde Gamba Lopez cia Ltda. donde tiene presencia, en el canal retail compite con marcas cuya base es Bogotá, sin embargo la empresa no tiene presencia en este canal en Bogotá u otras ciudades

2 Descripción de la Compañía.

2.1 Reseña histórica

PRODUCTOS GAMBA, es una organización familiar fundada por la familia Gamba López, en Marsella Risaralda, la empresa produce y vende obleas desde el año 1964. En 1965 se trasladó a Cali donde inició la venta de sus productos sin ningún tipo de formalización empresarial. En 1967 gracias al sistema de apoyo a la microempresa con que contaba la ciudad y con orientaciones de empresarios amigos de la familia se modifica el sistema de ventas ingresando a supermercados de

² Almacenes la 14 es una empresa de origen colombiano que se dedica al comercio al detalle de productos de consumo masivo.

³ SuperInter es una empresa de la ciudad de Cali, Colombia, que pertenece al grupo Éxito.

cadena y otros, formalizándose la empresa a nombre de Juan Evangelista Gamba. En 1986 se establece un punto de venta directa en el centro comercial Cosmo⁴centro y luego se replica en otros centros comerciales. En 1993 al fallecer el padre de la familia Juan Evangelista Gamba Vera, se conforma la sociedad Gamba López Cía. Ltda. En el año 2000 se establece una alianza que permite la tercerización parcial de la producción con dos empleados, para mejorar sus ingresos y disminuir costos de producción. En el 2004 se modifica el sistema de distribución a los supermercados de cadena y almacenes a través de una comercializadora. En el 2016 con el fin de aumentar la producción se adquiere una maquina semiautomática con 20 oblearios en tándem que funciona con un solo operario. En el mismo año se inician ventas a empresas exportadoras que comercializan productos en el mercado de Estados Unidos.

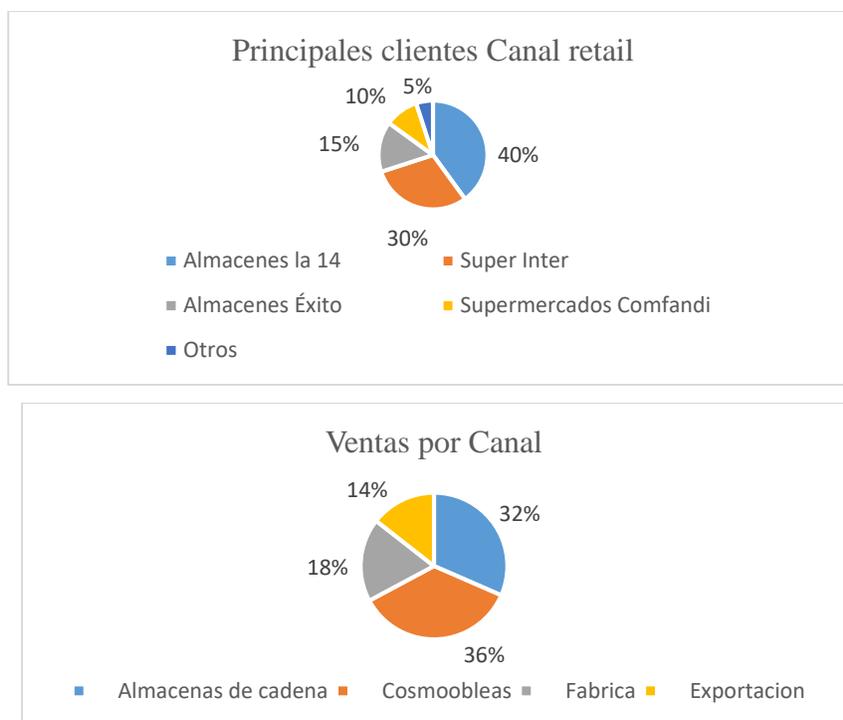
2.2 Productos y Principales Clientes.

Actualmente la compañía cuenta con una concentración importante de ventas en su producto principal, la oblea, cuyas ventas representan el 70% del total de ingresos, además de lo anterior, podemos observar que dentro de sus canales de venta, los almacenes de cadena representan el 32% de sus ventas, tal como lo observamos en las gráficas que se presentan a continuación

Ilustración 1 Participación de las Ventas por Producto y Canal.



⁴ Cosmocentro es un centro comercial ubicado en la ciudad de Cali, Colombia.



(Gamba Lopez Cia Ltda, s.f.)

2.3 Estrategia.

La propuesta de valor se enfoca en tener un producto de alta calidad, tanto en el producto servido en los puntos propios como en la góndola, está compuesta por dos ejes fundamentales: la estrategia comercial y la estrategia en producción.

2.3.1 Estrategia comercial

La estrategia comercial se centra en los siguientes canales:

- Incremento de la presencia en Supermercados y grandes superficies.
- Nuevos clientes que exportan una canasta de productos similares a Estados Unidos y España.
- Usar la figura de un distribuidor para bajar los costos de venta.

2.3.2 Estrategia de Producción

La estrategia principal es la automatización del proceso de fabricación de obleas, reemplazando el proceso manual por maquinas. Se mejorado la eficiencia, lo que se refleja en los resultados del último año.

2.4 Hechos o tendencias recientes.

La entrada de tiendas de descuento al sector de supermercados tales como D1, Ara, y Justo y Bueno, significan una oportunidad como canal para llegar con un producto que sea competitivo en precio y con una marca privada. Este es un canal que ha crecido en el último año.

Otro hecho relevante es la automatización de la fabricación de obleas, labor que ha sido manual y artesanal desde sus inicios. Ahora es posible tener una máquina que hace el proceso de fabricación 10 veces más rápido, mejorando los tiempos de entrega, , menor tiempos de inventarios y, más importante, menores costos de fabricación.

2.5 Estructura de Propiedad.

Gamba Lopez Compañía Ltda., siempre ha sido dirigida por alguno de los hijos del fundador Juan Gamba. Al fallecimiento de Juan Gamba en 1992, esta pasar a ser compuesta accionariamente por sus 9 hijos.

2.5.1 German Gamba Lopez.

Gerente General de Productos Gamba desde inicios del 2017. Anteriormente docente y directos de programas en la Universidad Santiago de Cali. Tuvo esta posición de Gerente General entre 1992 y 1998.

2.5.2 Guillermo Gamba Lopez.

Director Operativo Productos Gamba desde Noviembre 2016. En el pasado se desempeñó como consultor para los gobiernos de Pastrana y Uribe y de diferentes Organizaciones no Gubernamentales

2.5.3 Planes de Compensación a ejecutivos.

La empresa no tiene una política de compensación por resultados para sus ejecutivos.

2.5.4 Composición Junta Directiva y Composición accionaria

La junta directiva se compone de los mismos accionistas de la empresa así como lo refleja la tabla 11:

Tabla 11 Junta Directiva y Participación Accionaria

Nombre	Participación
German Gamba Lopez	11.11%
Amparo Gamba Lopez	11.11%
Carlos Gamba Lopez	11.11%
Aleyda Gamba Lopez	11.11%
Diego Gamba Lopez	11.11%
Maria del Socorro Gamba	11.11%
Guillermo Gamba Lopez	11.11%
Maria Teresa Gamba Lopez	11.11%
Martha Gamba Lopez	11.11%

(Gamba Lopez Cia Ltda, s.f.)

3 Desempeño Reciente y Expectativas.

La compañía ha presentado durante sus últimos 5 años un margen EBITDA muy bajo, el cual no es suficiente para el cubrimiento de los Impuestos, capital de trabajo y las inversiones de CAPEX; por lo tanto se deben aunar esfuerzos por parte de la administración para garantizar el control de los Costos Variables y Fijos de la operación que deriven en un aumento del margen EBITDA. Esto lo podemos ver en la tabla 12.

Tabla 12 Ventas y Ebitda Histórico En Productos Gamba en COP

Año	2013	2014	2015	2016	2017
Ventas	\$ 380,664,004	\$ 398,013,372	\$ 450,103,526	\$ 494,950,494	\$ 500,400,241
EBITDA	\$ 8,115,804	\$ 8,781,614	\$ 5,530,538	\$ (8,569,715)	\$ 21,680,093
Margen EBITDA	2.13%	2.21%	1.23%	-1.73%	4.33%

Se debe buscar también reducir el capital de trabajo, disminuyendo los días de cuentas por cobrar y los días de inventario sin afectar la operación, en la Tabla 13 se muestra como se relaciona la variación del capital de trabajo con el flujo de caja histórico:

Tabla 13 FCL y Delta de capital de trabajo Histórico En Productos Gamba en COP.

Año	2014	2015	2016	2017
FCL	\$ (633,953)	\$ (38,887,701)	\$ (19,922,277)	\$ (35,866,945)
Delta de Capital de Trabajo	\$ 8,046,584	\$ 46,234,390	\$ 4,916,890	\$ 40,543,514
Margen KTNO	2.0%	10.3%	1.0%	8.1%

Cabe resaltar que de mantenerse tanto la estructura de costos y gastos actuales y los promedios de días de rotación de inventario y cuentas por pagar y por cobrar, el crecimiento de la compañía estaría muy limitado, debido a que a mayor nivel de ventas, sería mayor la demanda de capital de trabajo y dado el margen EBITDA tan limitado, el cual no cubriría dicha demanda, ocasionaría que los problemas de caja se agudizaran.

4 Diagnóstico Financiero

En la Tabla 14 se presentan los indicadores de liquidez de la compañía:

Tabla 14 Indicadores Financieros de Liquidez

Liquidez	2015	2016	2017
Capital de Trabajo	\$ 31,928,551	-9,573,121	-37,154,711
Acida	1.14	0.84	0.72
Cash Position	4.1%	0.9%	1.1%

Como se puede observar, la compañía posee problemas de liquidez dado que durante sus últimos resultados financieros sus pasivos corrientes son mayores que sus activos corrientes y su efectivo y equivalentes al efectivo son un porcentaje muy bajo con respecto al total de activos, lo que quiere decir que a corto plazo no tiene los recursos para cubrir con sus obligaciones.

Tabla 15 Indicadores Financieros de Endeudamiento

Endeudamiento	2015	2016	2017
Apalancamiento	31.72%	17.82%	20.50%
Apal Fro2	54.23%	70.85%	66.48%
Mult. Patrimonio: 1/(1-PT/AT)	1.46	1.22	1.26
Concent. CP	69.21%	34.70%	33.41%
Cobertura Intereses	0.64	-0.55	0.65

Se resalta de los indicadores de desempeño financiero de endeudamiento la baja cobertura de intereses que tiene la compañía y el alto nivel de deuda con respecto a su patrimonio, esto se resume en la tabla 15.

Tabla 16 Indicadores de Desempeño

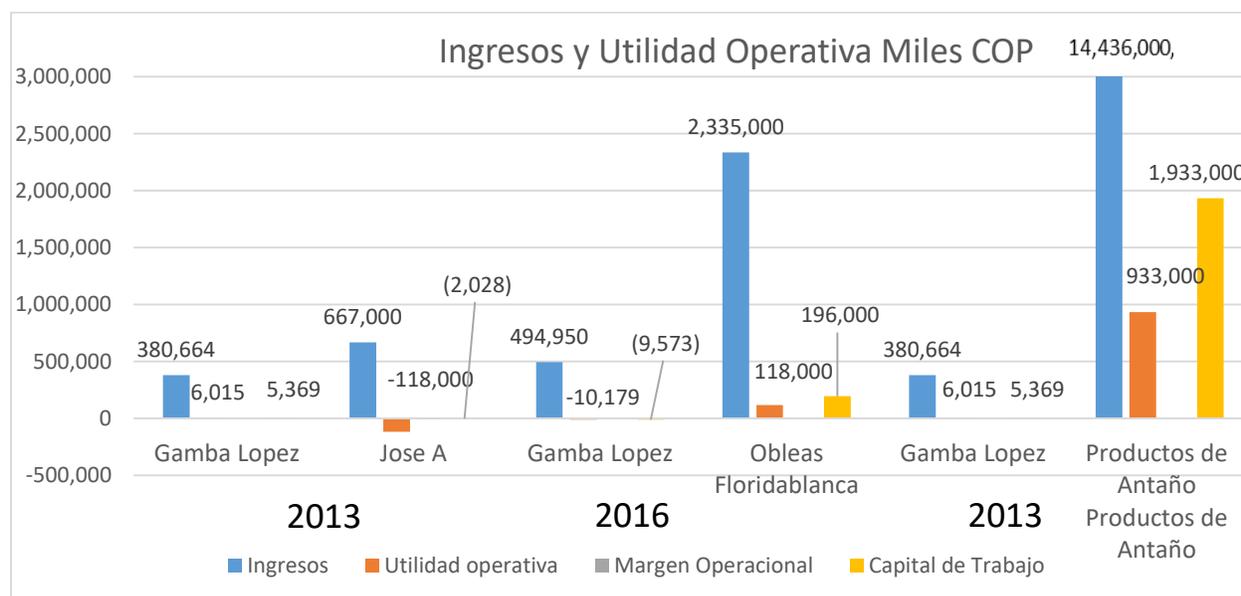
Rentabilidad	2015	2016	2017
ROA	0.93%	-12.24%	0.11%
ROE	2.94%	-68.67%	0.54%
Mebitda	1.23%	-1.73%	4.33%
MR (Margen Rent)	0.52%	-6.90%	0.08%

Como se observa en la tabla 16, los indicadores de rentabilidad de la operación son muy bajos y no son acordes al sector, por lo tanto es uno de los objetivos de trabajo de la planeación estratégica.

5 Análisis de Competidores.

Los principales competidores son: Alimentos Jose A Ltda., Productos de Antaño S.A, y Obleas Floridablanca SAS. En la gráfica 2 se puede ver un comparativo de ingresos, utilidad operativa, margen operacional y capital de trabajo entre Gamba Lopez Cia Ltda. y Jose A y Gamba Lopez cia Ltda. y Productos de Antaño en 2013. También podemos ver el mismo comparativo entre Gamba Lopez y Obleas Floridablanca en el 2016.

Gráfica 2 Comparativo con otras empresas



5.1 Alimentos Jose A Ltda.

Su estrategia principal es la venta en punto de venta propio, actualmente tiene 7 puntos en Bogotá y el punto de Fabrica. La tabla 17 muestra información financiera básica de Jose A comparada con Gamba Lopez al 2013.

Tabla 17 Gamba Lopez Vs Jose A en 2013 en COP

Cuenta	Gamba Lopez	Jose A
Ingresos	380,664,004	667,000,000
Utilidad Neta	2,548,618	-122,000,000
Total Activos	217,935,844	2,359,000,000
Total Pasivos	144,869,024	2,132,000,000
Patrimonio	73,066,820	226,000,000

(Camaras de Comercio de Colombia, s.f.)

5.2 Productos de Antaño.

Productos de Antaño S.A fue adquirida por Productos Naturales de la Sabana SA (Alquería) por un valor oficial de \$10.850 Millones de pesos, en Agosto del 2012. Alquería con esta adquisición quedo con el 51% de las acciones de la empresa. En la tabla 18 están los últimos datos públicos de esta empresa, comparados con Gamba Lopez en 2012

Tabla 18 Gamba Lopez Vs Productos Naturales de la Sabana en 2012 en COP

Cuenta	Gamba Lopez	Productos Naturales de la Sabana
Ingresos		14,436,000,000
Utilidad Neta		292,000,000
Total Activos		4,944,000,000
Total Pasivos		2,541,000,000
Patrimonio		2,402,000,000

(Camaras de Comercio de Colombia, s.f.)

5.3 Obleas Floridablanca.

Fábrica de Obleas con 4 puntos de venta en Santander, principalmente en Floridablanca. Estos puntos son locales grandes, con gran afluencia de personas de Bucaramanga y turistas que vienen desde el Cañón del Chicamocha.

Tabla 19 Gamba Lopez Vs Obleas Floridablanca 2016 en COP

Cuenta	Gamba Lopez	Obleas Floridablanca
Ingresos	494,950,494	2,335,000,000
Utilidad Neta	-34,130,591	66,000,000
Total Activos	278,880,002	797,000,000
Total Pasivos	229,176,819	221,000,000
Patrimonio	49,703,183	575,000,000

(Camaras de Comercio de Colombia, s.f.)

6 Tesis de inversión.

El resultado de la valoración para cada parte societaria es de \$ COP31,484,327, calculado bajo el método de Flujo de Caja Descontado y el método de valoración por Múltiplos, los cuales fueron ponderados dándole un peso de 80% y 20% respectivamente, esto dado que se centra el valor en los esfuerzos que debe realizar la empresa Gamba Lopez Ltda., para mejorar los resultados financieros de su operación, dichos esfuerzos tienen impacto principalmente en el método de flujo de caja descontado sin embargo, creemos que como industria tiene un potencial de crecimiento que lo podemos reconocer por medio del método de valoración por múltiplo con un peso del 20%. Los esfuerzos antes mencionados están encaminados en mejorar su margen EBITDA y su consumo de capital de trabajo y son parte de los supuestos usados en este proceso de valoración y están encaminados en mejorar el valor de la compañía como lo explicaremos a continuación.

6.1 La oblea es un producto con poca participación en el segmento de Pasabocas.

La oblea esta de hecho dentro del sub segmento de Otros Pasabocas y dentro de este sub segmento no es posible medir con la información disponible el tamaño del mercado. Lo que si podemos saber

con la información disponible es que empresas existen, alguna información financiera (ver competidores), y la concentración por región de estas empresas, por lo que podemos concluir que Gamba Lopez es líder en la región del Valle del Cauca, con posibilidades de crecimiento en los ingresos aún mayores al presentado orgánicamente.

6.2 Cambios en la dirección de Productos Gamba Cia Ltda.

En el 2017 Maria del Socorro Gamba, dejó de ser Gerente General de la compañía y paso a apoyar el área financiera. Ingresó Guillermo Gamba para apoyar las operaciones y German Gamba como Gerente General de la empresa. Estos cambios fueron a finales del 2016 e inicios del 2017, con el objetivo de revertir los resultados del 2016. Nuevos controles en el gasto, la puesta en marcha de la nueva máquina a una eficiencia de más del 90% logran marcar nuevo camino en términos de Margen EBITDA en el 2017.

6.3 Estructura societaria de Productos Gamba

Actualmente son 9 socios con igual participación de la sociedad. Con el resultado de esta valoración, se busca tener el espacio para que nuevos accionistas ingresen a la sociedad asumiendo nuevas inversiones ejemplo costo de iniciar nuevos punto de venta, o comprar participación accionaria de los socios actuales.

6.4 Reorganización de la participación de ventas por canal.

El objetivo específico es bajar las cuentas por cobrar a 35 días de los 45 días actuales. Para lograr esto debe haber un enfoque en disminuir la participación de las ventas en el canal retail, donde las cuentas por cobrar se están viendo afectadas principalmente por Almacenes la 14, sus tiempos de pago son superiores a los del vencimiento de la factura y por otro lado se debe crecer las ventas en otros canales. Esto se puede lograr con nuevas oportunidades de negocios que se están presentando en empresas que exportan productos Colombianos a Estados Unidos y España, donde hay una población importante de colombianos. Este tipo de nuevos clientes pagan con anticipos y pagos de contado a la entrega del pedido. Otra oportunidad es aumentar las ventas en domicilios y puntos propios.

6.5 Disminuir las cuentas por pagar y los Inventarios.

En el caso de los inventarios se deben llevar a 15 días ya que actualmente están en 23 días. La materia prima principal en la fabricación de la oblea es la Harina, el plazo de pago con Harinera del Valle proveedor único en este producto es de 30 días, se debe negociar con el proveedor para aumentar el plazo de pago y buscar alternativas en este material con otros proveedores que cumplan con los requisitos de calidad, entrega y mejores plazos de pago. Hay que hacer un ejercicio similar con los proveedores actuales, buscando ampliar los plazos de pago.

6.6 Margen EBITDA.

El estricto control de los costos Fijos y Variables de la operación con respecto a los ingresos, tiene como objetivo disminuir al máximo las erogaciones actuales, realizar un costeo periódico que garantice un consumo estándar de materias primas en la producción y un presupuesto que permita el control de los gastos fijos de la organización. El principal objetivo es generar un diferencial de crecimiento de al menos el 2% entre los Ingresos y el total de costos y gastos de la operación. Dado que el crecimiento promedio de los ingresos durante los últimos 5 años es del 7.2% y el de los egresos 6.8%, se considera adecuado utilizar como supuesto para el crecimiento de los ingresos un 8%, teniendo en cuenta las nuevas oportunidades de negocio en exportaciones y venta directa a cliente final, en los egresos se considera como supuesto de crecimiento el 6%, basado en los controles explicados anteriormente, y de esta forma generar un mayor margen EBITDA. Este supuesto se encuentra incorporado en el modelo de valoración.

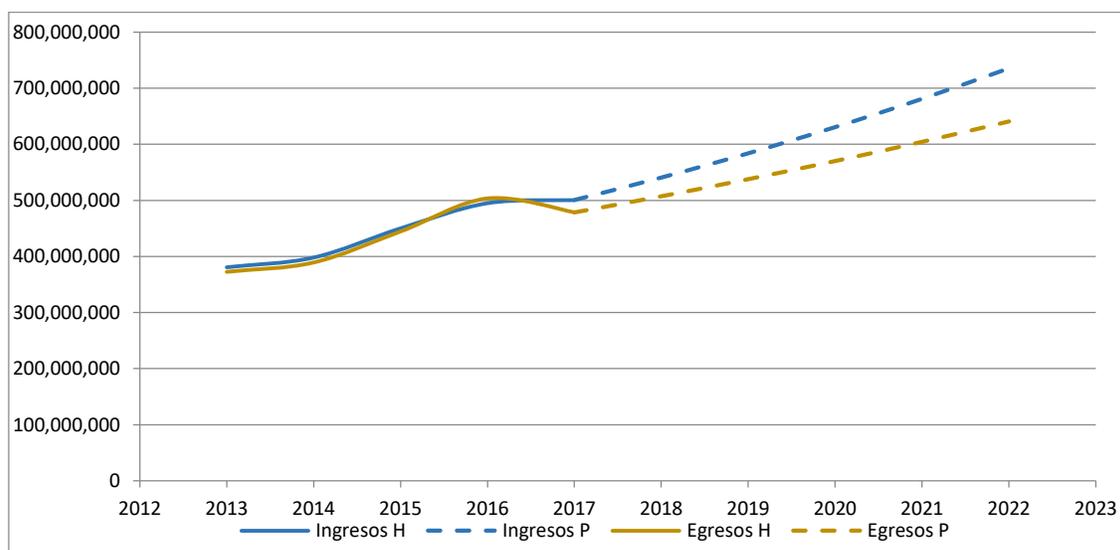
7 Modelo Financiero

7.1 Supuestos de Proyección.

7.1.1 Ventas, egresos y crecimiento de largo plazo

Teniendo en cuenta los supuestos establecido en la proyección en cuanto al control de costos y gastos totales de operación, se observa una mejoría en el comportamiento de los ingresos con respecto al total de los costos de operación, tal y como lo podemos observar en la gráfica de proyección de ventas y egresos, donde la diferencia del 2% entre el crecimiento de los ingresos y los costos de operación, genera un aumento del EBITDA que se evidencia año a año.

Gráfica 3 Proyección de Ventas y Egresos



Se realiza una proyección lineal ajustada para los ingresos y egresos de Gamba Lopez Cia Ltda. La tabla siguiente muestra los supuestos de crecimiento de los ingresos y egresos entre el 2018 y 2022, e incluimos otros parámetros del estado de resultados.

En la tabla 20 están resumidos los supuestos en ventas y egresos:

Tabla 20 Supuestos Ventas y Egresos

Cuenta	Supuesto	Unidad
Ingresos	8%	Crecimiento Promedio
Egresos	6%	Crecimiento Promedio
Depreciación	-1.24%	% AFN
Otros Ingresos / Egresos - neto	-1.36%	1.36%
Interés	12.27%	Tasa Promedio
Tasa de Impuestos Efectiva	-34%	Porcentaje

7.1.2 Balance General.

Basado en los resultados, y en los cambios a realizar en el capital de trabajo es necesario realizar los siguientes cambios:

Tabla 21 Supuestos Balance general

Cuenta	Actuales	Supuesto	Unidad
Cuentas x Cobrar (días)	45	38	Días
Cuentas x Pagar (días)	31.08	35	Días
Inventarios (días)	23.69	15	Días

8 Costo de Capital

El costo de capital no apalancado, aplicando el modelo CAPM⁵, resulta de promediar dos valores

1. k0 en dólares convertido a pesos con un promedio de inflación, interés bancario y tasas de bancos centrales.
2. k0 en pesos directamente.

Los parámetros y resultados del cálculo del Costo de Capital no apalancado se muestran en la siguiente tabla, su proceso de cálculo se puede observar más detalladamente en los anexos del presente documento.

⁵ *Capital asset pricing model (CAPM) es un modelo introducido por Jack L. Treynor, William Sharpe, John Lintner y Jan Mossin de forma independiente, basado en trabajos anteriores de Harry Markowitz sobre la diversificación y la Teoría Moderna de Portafolio.*

Tabla 22 Parámetros y Cálculo de Costo de Capital No apalancado

Parámetros	USD	COP	Fuente
kf	2.97%	6.71%	http://www.treasury.gov - www.banrep.gov
km-kf	7.08%	7.34%	http://www.stern.nyu.edu -Cálculo Realizado
k0 USD	9.63%		Cálculo Realizado
Inflación	2.10%	4.27%	http://www.tradingeconomics.com
Interés Bancos Centrales	1.75%	4.50%	http://www.tradingeconomics.com
Interés Promedio Colocación	2.13%	8.45%	http://data.worldbank.org
Bo Mercados Emergentes		0.94	http://people.stern.nyu.edu
Devaluación Esperada COL		3.67%	Cálculo Realizado
K0 COL 1		13.69%	Cálculo Realizado
K0 COL 2		13.65%	Cálculo Realizado
K0 COL Promedio		13.67%	Cálculo Realizado

El resultado del K0 no apalancado en Colombia es de 13.67%.

Teniendo el resultado del costo de capital no apalancado, se procede a hallar el valor del Ke con los parámetros que se muestra en la siguiente tabla

Parámetros	Valor
K0 COL Promedio	K0 13.67%
% Deuda	%D 33.59%
% Patrimonio	%E 66.41%
Costo Deuda después de Imp.	kd(1-%Tx) 8.10%
Costo Patrimonio	ke 14.37%
Costo Ponderado	kw 12.26%

9 Valoración Método del Flujo de Caja Descontado.

Para el cálculo del valor de la compañía bajo el método de flujo de caja descontado, se usan los parámetros hallados en los puntos anteriores tal como se puede observar en la tabla 23 y los flujos de caja libre proyectados de la empresa, teniendo en cuenta todos los supuestos de mejoras en la gestión administrativa encaminados hacia la disminución del capital de trabajo y el control

de costos, explicados en la tesis de inversión, además de lo anterior suponemos un crecimiento a perpetuidad (g) del 3%, dicho valor esta soportado en el promedio de crecimiento del sector de pasabocas y el sub segmento de otros pasabocas, los cuales registran perspectivas promedios de crecimiento del 2.6% y 3.8% respectivamente para los próximos 5 años, lo que nos da un promedio probable del 3.2% de crecimiento para empresas pertenecientes al sector, tal como se mencionó en el punto **1.1.2 Perspectivas del mercado de pasabocas en Colombia**, pero dado que la compañía ha presentado crecimientos históricos inferiores al sector, se considera el 3% como el valor más aproximado.

Tabla 23 Parámetros de la Valoración

Parámetros		Valor
Costo de Patrimonio	ke	14.37%
Tasa deuda	kd	12.27%
Crecimiento de Largo plazo	g	3.0%
Tasa de Impuestos	Tx	34%
Partes Societarias	#Acc	9
Costo de Capital promedio ponderado	Kw	12.26%

El resultado de la valoración es optimista, estimando un valor por parte societaria de **COP\$30.148.744** para lo cual corresponde un valor de empresa de **COP\$271.338.692**, dicho valor se encuentra calculado con base en el último corte de estados financieros de la compañía al 31 de diciembre de 2017, pero debido a que su cálculo incorpora supuestos de mejoras en el desempeño financiero este valor podría ser tomado como valor de la compañía al 30 de mayo del 2018, siempre y cuando estas mejoras se evidencien en Estados Financieros Parciales con corte al 30 de Mayo.

Tabla 24 Valor de la Empresa

Periodo	2017	2018	2019	2020	2021	2022
VEm	408,596,569	448,322,010	486,571,941	521,400,913	551,540,581	575,478,139
-Deu	137,257,877	138,3103,60	132,902,780	119,135,807	95,570,153	61,248,368
VPat	271,338,692	310,011,650	353,669,161	402,365,106	455,970,428	514,229,772
VAcc	30,148,743	34,445,738	39,296,573	44,707,233	50,663,380	57,136,641

10 Valoración por Múltiplos.

Este método consiste en buscar múltiplos de compañías líderes a nivel mundial y aplicarlos a las razones financieras de la proyección de compañía Gamba Lopez Ltda., disminuyendo en un 30% del valor de cada múltiplo debido al tamaño, mercado y situación actual de la compañía, además de lo anterior se le brinda un peso del 25% a cada múltiplo usado en el proceso de valoración, dado que este método se reconoce dentro del valor total de la compañía, como un valor potencial que pueda llegar a representar el sector, por lo tanto se procura mantener los pesos de los múltiplos iguales, a pesar de cómo se puede observar en la ilustración número 3 el valor que arroja el estimado por múltiplo de RPG, es sustancialmente menor para el año 2017 que los demás múltiplos, esto debido a que su cálculo se realiza con base a la utilidad neta por parte societaria, la cual para el año 2017 fue de \$42,751, valor muy bajo para el nivel de ventas que se presentó en ese mismo periodo. A pesar de que se puede llegar a considerar que la inclusión del múltiplo RPG genera una distorsión del valor de la compañía dentro del cálculo por múltiplos, se decide incluirlo con el mismo peso, dado que al no hacerlo se estaría ignorando la situación actual de la compañía y se debe ser coherente con el énfasis que se realizó en la valoración por flujos de caja descontado, en el cual se le brinda alta importancia a la necesidad de que la compañía mejore sus resultados de operación.

Tabla 25 Valoración por Múltiplos

	#Acc		9	9	9	9	9
Pesos	Mult	Benchmark	12/31/2017	12/31/2018	12/31/2019	12/31/2020	12/31/2021
25.00%	RPG	13.93	595,526	18,988,823	31,807,548	46,308,475	62,664,820
25.00%	M/B	3.65	28,885,248	33,861,006	42,195,734	54,330,229	70,750,679
25.00%	M/V	1.70	94,618,201	102,187,658	110,362,670	119,191,684	128,727,018
25.00%	M/EBITDA	9.63	23,207,665	35,313,291	49,002,307	64,438,282	81,800,082
	Valor Parte						
	Societaria	36,826,660	47,587,694	58,342,065	71,067,168	85,985,650	36,826,660

El resultado de la valoración es optimista. Estimado un valor por parte societaria al 31 de Diciembre del 2017 de **COP\$36.826.660**. El valor de la empresa correspondería a **COP\$331.439.941**.

11 Valoración Ponderada Estimada.

El valor de Gamba Lopez Cia Ltda. a 31 de Diciembre de 2017 es de **COP\$271.338.692** usando el método de Flujos de Caja Libres descontados y **COP\$331.439.941** por el método de múltiplos. Ponderando dando más peso al valor por Flujos de Caja descontados (80%) que al método de múltiplos (20%) tenemos un valor de **COP\$283.358.941**. Estos métodos para llegar al valor tienen diferente perspectiva pero al final los resultados son muy aproximados. Le dimos más valor a la ponderación al método de flujos de caja descontados por la influencia directa que tiene en la estructura del balance y capital de trabajo que queremos dar a la empresa, y con la gestión de mejorar margen EBITDA. Esto se resume en la tabla 24.

Tabla 26 Ponderación de la Valoración

Tipo	Peso	12/31/2017	12/31/2018	12/31/2019	12/31/2020	12/31/2021
Múltiplo Parte societaria	20.00%	36,826,660	47,587,694	58,342,065	71,067,168	85,985,650
FCD Parte Societaria	80.00%	30,148,744	34,445,739	39,296,573	44,707,234	50,663,381
Valor ponderado por parte societaria	100%	31,484,327	37,074,130	43,105,672	49,979,221	57,727,835
Valor ponderado Compañía	100%	283,358,941	333,667,170	387,951,046	449,812,986	519,550,512

12 Z-Score de Altman.

De acuerdo al puntaje Altman Z-Score de Edward Altman (Altman, 2017), modificado para empresas que no cotizan en bolsa y mercados emergentes, la empresa Gamba Lopez Ltda. se encuentra en una situación de mediana seguridad estando al cierre del año 2017 en una zona segura, pero por un escaso margen.

Tabla 27 Información Productos Gamba

	2013	2014	2015	2016	2017
<i>Partes societarias</i>	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00
<i>Valor en Libros del Patrimonio</i>	73,066,820.00	76,934,232.86	79,262,359.72	49,703,183.00	71,220,131.00
<i>Activos Corrientes</i>	138,823,042	135,164,813	173,602,558	140,725,716	145,013,538
<i>Pasivos Corrientes</i>	133,454,024	119,980,369	141,674,007	150,298,837	182,168,249
<i>Total Activos</i>	217,935,844	208,329,602	249,851,367	278,880,002	347,435,562
<i>Utilidades Retenidas</i>	(26,389,399)	(23,840,781)	(19,973,368)	(13,073,827)	(47,204,418)
<i>EBIT+Gastos NO</i>	13,496,641	11,063,628	10,965,208	(14,537,586)	29,216,415
<i>Valor en Libros de Total Pasivos</i>	144,869,024	131,395,369	170,589,007	229,176,819	276,215,431
<i>Ventas</i>	380,664,004	398,013,372	450,103,526	494,950,494	500,400,241

Modelo de Bancarrota de Altman (Z-score)

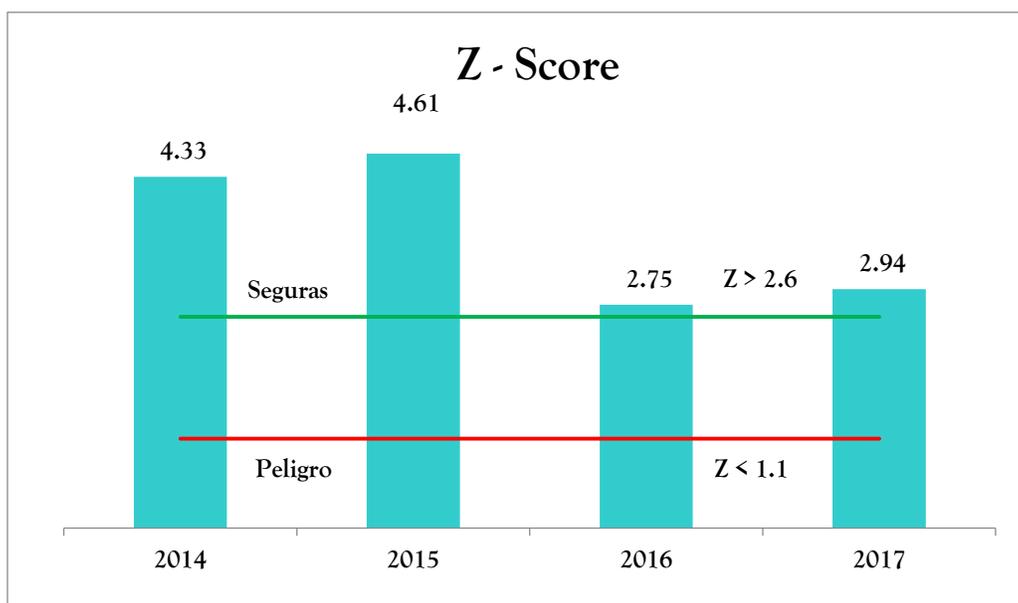
$$Z = 3.25 + 6.56T_1 + 3.26T_2 + 6.72T_3 + 1.05T_4$$

	Ti	2014	2015	2016	2017
Valor mercados Emergentes	3.25	1.00	1.00	1.00	1.00
T ₁ = (Act. Corr... Pas. Corr.) / Total Activos	6.56	0.07	0.13	(0.03)	(0.11)
T ₂ = Utilidades Retenidas / Total Activos	3.26	(0.11)	(0.08)	(0.05)	(0.14)
T ₃ = EBIT / Total Activos	6.72	0.05	0.04	(0.05)	0.08
T ₄ = Patrimonio en Libros / Total Pasivos	1.05	0.59	0.46	0.22	0.26
Z-score		4.33	4.61	2.75	2.94

Tabla 28 Zona de Discriminación

Zonas de Discriminación:	
Seguras	Z > 2.6
Grises	2.6 ≥ Z ≥ 1.1
Peligro	Z < 1.1

Gráfica 4 Z Score



De acuerdo a la zona de discriminación del Z-Score de Altman que se refleja la compañía ha estado durante los dos últimos periodos muy cerca de lo determinado como zona segura de acuerdo a la gráfica anterior, como se puede observar en el año 2016 la compañía estuvo casi al límite de la zona determinada como gris debido a las pérdidas generadas por la operación en dicho periodo y para el año 2017 ya pudo aumentar su margen en una pequeña proporción dentro de la zona segura, esto debido a que a pesar de que la operación generó una utilidad muy pequeña, los pasivos corrientes siguen siendo mayores a sus activos corrientes y se siguen arrastrando pérdidas acumuladas, lo que ocasiona que la compañía siga estando muy cerca de la zona gris.

13 Anexos

13.1 Anexo 1 - Estados Financieros Históricos.

Estados Financieros	Empresa Moneda Periodo	Gamba Lopez Ltda.				
		2013	COP 2014	2015	2016	2017
Balance General						
Efectivo	Ef	17,295,455	4,991,194	10,141,519	2,563,691	3,970,807
Cuentas por Cobrar	+ CxC	54,789,801	48,298,680	45,215,176	63,001,140	63,620,368
Inventario	+ Inv	24,248,034	23,576,661	28,101,246	31,801,744	34,711,586
Inversiones	+ ICP	8,640,410	9,783,951	11,691,038	14,822,178	13,149,940
Otras Cuentas por Cobrar	+ OCxC	33,849,342	48,514,327	78,453,579	28,536,963	29,560,837
Activo Corriente	= ACTE	138,823,042	135,164,813	173,602,558	140,725,716	145,013,538
Planta -Bruto	+ PPB	227,627,088	223,188,812	222,109,605	280,183,950	339,170,195
Depreciación Acumulada	- Dep.A	- 151,007,782	- 152,517,519	- 148,354,292	- 144,523,160	- 142,337,860
Planta - Neto	+ PPN	76,619,306	70,671,293	73,755,313	135,660,790	196,832,335
Intangibles	+ Intangibles	2,493,496	2,493,496	2,493,496	2,493,496	5,589,689
Activo Total	= AT	217,935,844	208,329,602	249,851,367	278,880,002	347,435,562
Cuentas por Pagar	+ CxP	31,473,771	24,512,056	31,039,998	44,866,817	57,134,043
Gastos reconocidos	+ GxP	2,490,000	2,140,000	1,750,000	2,100,000	4,900,000
Deuda Corto Plazo	+ DCP	41,550,265	33,425,175	64,981,763	41,917,020	47,181,502
Otros Pasivos Corrientes	+ OCxP	57,939,988	59,903,138	43,902,246	61,415,000	72,952,704
Pasivo Corriente	= PCTE	133,454,024	119,980,369	141,674,007	150,298,837	182,168,249
Deuda Largo Plazo	+ DLP	11,415,000	11,415,000	28,915,000	78,877,982	94,047,182
Pasivo Total	= Pas	144,869,024	131,395,369	170,589,007	229,176,819	276,215,431
Capital Social	CS	45,000,000	45,000,000	45,000,000	45,000,000	45,000,000
Otros Ajustes Patrimonio	+ OAPat	0	0	0	0	0
Utilidad del Ejercicio	+ UE	2,548,618	3,867,413	2,328,127	- 34,130,591	384,760
Reservas		5,481,566	5,481,566	5,481,566	5,481,566	5,481,566
Revalorización del Patrimonio		46,426,035	46,426,035	46,426,035	46,426,035	67,558,223
Utilidad Retenida	+ UR	- 26,389,399	- 23,840,781	- 19,973,368	- 13,073,827	- 47,204,418
Patrimonio	= Pat	73,066,820	76,934,233	79,262,360	49,703,183	71,220,131
Pasivo y Patrimonio	= PyP	217,935,844	208,329,602	249,851,367	278,880,002	347,435,562

	Periodo	2013	2014	2015	2016	2017
Estado de Resultados						
Ingresos	I	380,664,004	398,013,372	450,103,526	494,950,494	500,400,241
Egresos	- E	- 372,548,200	- 389,231,758	- 444,572,988	- 503,520,209	- 478,720,148
Utilidad Operativa antes D&A	= EBITDA	8,115,804	8,781,614	5,530,538	- 8,569,715	21,680,093
Depreciación periodo	- Dep.p	- 2,100,735	- 644,904	- 755,346	- 1,609,739	- 4,209,146
Utilidad Operativa	= EBIT	6,015,069	8,136,710	4,775,192	- 10,179,454	17,470,947
Ingresos/Egresos no operativos	+/- I/E NO	7,481,572	2,926,918	6,190,016	- 4,358,132	11,745,468
Intereses	- Int	- 9,692,733	- 5,291,370	- 7,490,392	- 18,528,966	- 26,812,670
Utilidad antes de Impuestos	= UAI	3,803,908	5,772,258	3,474,816	- 33,066,552	2,403,745
Impuestos	- Imp	- 1,255,290	- 1,904,845	- 1,146,689	- 1,064,039	- 2,018,986
Utilidad después de Impuestos	= UDI	2,548,618	3,867,413	2,328,127	- 34,130,591	384,759
Dividendos	- Div*		0	0	0	0
Adición a Utilidades Retenidas	= Ad UR		2,548,618	3,867,413	2,328,127	- 34,130,591
Margen EBITDA	Mg-EBITDA	2.13%	2.21%	1.23%	-1.73%	4.33%

	Periodo	2013	2014	2015	2016	2017
Flujo de Efectivo Indirecto						
Utilidad después de Impuestos	UDI		3,867,413	2,328,127	- 34,130,591	384,759
Depreciación periodo	+ Dep.p		1,509,737	- 4,163,227	- 3,831,132	- 2,185,300
Cuentas por Cobrar	-D CxC		6,491,121	3,083,504	- 17,785,964	- 619,228
Inventario	-D Inv		671,373	- 4,524,585	- 3,700,498	- 2,909,842
Inversiones	-D ICP		- 1,143,541	- 1,907,087	- 3,131,140	1,672,238
Otras Cuentas por Cobrar	-D OCxC		- 14,664,985	- 29,939,252	49,916,616	- 1,023,874
Cuentas por Pagar	+D CxP		- 6,961,715	6,527,942	13,826,819	12,267,226
Gastos reconocidos	+D GxP		- 350,000	- 390,000	350,000	2,800,000
Otros Pasivos Corrientes	+D OCxP		1,963,150	- 16,000,892	17,512,754	11,537,704
Efectivo de Operación	= Oper		- 8,617,447	- 44,985,470	19,026,864	21,923,683
Planta -Bruto	-D PPB		4,438,276	1,079,207	- 58,074,345	- 58,986,245
Intangibles	-D Intangibles		0	0	0	- 3,096,193
Efectivo de Inversión	= Inver		4,438,276	1,079,207	- 58,074,345	- 62,082,438
Deuda Corto Plazo	+D DCP		- 8,125,090	31,556,588	- 23,064,743	5,264,482
Deuda Largo Plazo	+D DLP		0	17,500,000	49,962,982	15,169,200
Capital Social	+D CS		0	0	0	0
Revalorización del Patrimonio	+D RPAT		0	0	0	21,132,189
Ajustes Utilidades Retenidas	+D OAPat		0	0	4,571,414	0
Dividendos	- Div		0	0	0	0
Efectivo de Financiación	= Fin		- 8,125,090	49,056,588	31,469,653	41,565,871
Efectivo	=D EF		- 12,304,261	5,150,325	- 7,577,828	1,407,116
Efectivo periodo anterior	+ Ef(t-1)		17,295,455	4,991,194	10,141,519	2,563,691
Efectivo periodo actual	= Ef(t)		4,991,194	10,141,519	2,563,691	3,970,807

13.2 Anexo 2 - Estados Financieros Proyectados

	Periodo	2018	2019	2020	2021	2022
Estado de Resultados						
Ingresos	I	540,432,260	583,666,841	630,360,188	680,789,003	735,252,124
Egresos	- E	- 507,443,357	- 537,889,958	- 570,163,356	- 604,373,157	- 640,635,547
Utilidad Operativa antes D&A	= EBITDA	32,988,903	45,776,883	60,196,833	76,415,846	94,616,577
Depreciación periodo	- Dep.p	- 4,419,603	- 4,640,583	- 4,872,613	- 5,116,243	- 5,372,055
Utilidad Operativa	= EBIT	28,569,300	41,136,299	55,324,220	71,299,603	89,244,522
Ingresos/Egresos no operativos	+/- I/E NO	7,349,879	7,937,869	8,572,899	9,258,730	9,999,429
Intereses	- Int	- 17,330,778	- 17,937,355	- 18,565,162	- 19,214,943	- 19,887,466
Utilidad antes de Impuestos	= UAI	18,588,401	31,136,813	45,331,956	61,343,390	79,356,484
Impuestos	- Imp	- 6,320,056	- 10,586,517	- 15,412,865	- 20,856,753	- 26,981,205
Utilidad después de Impuestos	= UDI	12,268,345	20,550,297	29,919,091	40,486,638	52,375,280
Dividendos	- Div*	0	0	0	0	0
Adición a Utilidades Retenidas	= Ad UR	384,759	12,268,345	20,550,297	29,919,091	40,486,638
Margen EBITDA	Mg-EBITDA	6.10%	7.84%	9.55%	11.22%	12.87%

	Periodo	2018	2019	2020	2021	2022
Balance General						
Efectivo	Ef	7,861,328	18,384,917	37,546,959	66,493,010	106,487,006
Cuentas por Cobrar	+ CxC	56,264,181	60,765,315	65,626,540	70,876,663	76,546,796
Inventario	+ Inv	20,853,837	22,105,067	23,431,371	24,837,253	26,327,488
Inversiones	+ ICP	13,544,438	13,950,771	14,369,294	14,800,373	15,244,385
Otras Cuentas por Cobrar	+ OCxC	37,015,908	39,977,181	43,175,355	46,629,384	50,359,735
Activo Corriente	= ACTE	135,539,692	155,183,251	184,149,520	223,636,684	274,965,410
Planta -Bruto	+ PPB	356,128,705	373,935,140	392,631,897	412,263,492	432,876,666
Depreciación Acumulada	- Dep.A	- 146,757,463	- 151,398,047	- 156,270,659	- 161,386,903	- 166,758,958
Planta - Neto	+ PPN	209,371,241	222,537,093	236,361,238	250,876,589	266,117,708
Intangibles	+ Intangibles	5,701,483	5,815,512	5,931,823	6,050,459	6,171,468
Activo Total	= AT	350,612,416	383,535,857	426,442,580	480,563,732	547,254,587
Cuentas por Pagar	+ CxP	48,658,952	51,578,489	54,673,199	57,953,590	61,430,806
Gastos reconocidos	+ GxP	2,780,512	2,947,342	3,124,183	3,311,634	3,510,332
Deuda Corto Plazo	+ DCP	48,832,855	50,542,004	52,310,975	54,141,859	56,036,824
Otros Pasivos Corrientes	+ OCxP	69,512,789	73,683,556	78,104,569	82,790,843	87,758,294
Pasivo Corriente	= PCTE	169,785,107	178,751,392	188,212,925	198,197,926	208,736,255
Deuda Largo Plazo	+ DLP	97,338,833	100,745,693	104,271,792	107,921,304	111,698,550
Pasivo Total	= Pas	267,123,940	279,497,084	292,484,717	306,119,231	320,434,806
Capital Social	CS	45,000,000	45,000,000	45,000,000	45,000,000	45,000,000
Otros Ajustes Patrimonio	+ OAPat	0	0	0	0	0
Utilidad del Ejercicio	+ UE	12,268,345	20,550,297	29,919,091	40,486,638	52,375,280
Reservas		5,481,566	5,481,566	5,481,566	5,481,566	5,481,566
Revalorización del Patrimonio		67,558,223	67,558,223	67,558,223	67,558,223	67,558,223
Utilidad Retenida	+ UR	- 46,819,658	- 34,551,313	- 14,001,016	15,918,075	56,404,712
Patrimonio	= Pat	83,488,476	104,038,773	133,957,864	174,444,501	226,819,781
Pasivo y Patrimonio	= PyP	350,612,416	383,535,857	426,442,580	480,563,732	547,254,587

	Periodo	2018	2019	2020	2021	2022
Flujo de Efectivo Indirecto						
Utilidad después de Impuestos	UDI	12,268,345	20,550,297	29,919,091	40,486,638	52,375,280
Depreciación periodo	+ Dep.p	4,419,603	4,640,583	4,872,613	5,116,243	5,372,055
Cuentas por Cobrar	-D CxC	7,356,187	- 4,501,134	- 4,861,225	- 5,250,123	- 5,670,133
Inventario	-D Inv	13,857,749	- 1,251,230	- 1,326,304	- 1,405,882	- 1,490,235
Inversiones	-D ICP	- 394,498	- 406,333	- 418,523	- 431,079	- 444,011
Otras Cuentas por Cobrar	-D OCxC	- 7,455,071	- 2,961,273	- 3,198,174	- 3,454,028	- 3,730,351
Cuentas por Pagar	+D CxP	- 8,475,091	2,919,537	3,094,709	3,280,392	3,477,215
Gastos reconocidos	+D GxP	- 2,119,488	166,831	176,841	187,451	198,698
Otros Pasivos Corrientes	+D OCxP	- 3,439,915	4,170,767	4,421,013	4,686,274	4,967,451
Efectivo de Operación	= Oper	16,017,821	23,328,045	32,680,040	43,215,885	55,055,969
Planta -Bruto	-D PPB	- 16,958,510	- 17,806,435	- 18,696,757	- 19,631,595	- 20,613,175
Intangibles	-D Intangibles	- 111,794	- 114,030	- 116,310	- 118,636	- 121,009
Efectivo de Inversión	= Inver	- 17,070,304	- 17,920,465	- 18,813,067	- 19,750,231	- 20,734,184
Deuda Corto Plazo	+D DCP	1,651,353	1,709,150	1,768,970	1,830,884	1,894,965
Deuda Largo Plazo	+D DLP	3,291,651	3,406,859	3,526,099	3,649,513	3,777,246
Capital Social	+D CS	0	0	0	0	0
Dividendos	- Div	0	0	0	0	0
Efectivo de Financiación	= Fin	4,943,004	5,116,009	5,295,069	5,480,397	5,672,211
Efectivo	=D Ef	3,890,521	10,523,589	19,162,042	28,946,051	39,993,996
Efectivo periodo anterior	+ Ef(t-1)	3,970,807	7,861,328	18,384,917	37,546,959	66,493,010
Efectivo periodo actual	= Ef(t)	7,861,328	18,384,917	37,546,959	66,493,010	106,487,006

13.3 Anexo 3 - Flujos de Caja Históricos.

Estimación Flujos de Caja Relevantes			2013	2014	2015	2016	2017
Capital de Operaciones							
Capital de Trabajo Neto Operativo		NOWC	29,623,828	43,618,425	86,768,795	29,780,208	6,055,984
Capital de Operación Neto	+	NOC	79,112,802	73,164,789	76,248,809	138,154,286	202,422,024
Capital de Operación Neto Total	=	TNOC	108,736,630	116,783,214	163,017,604	167,934,494	208,478,008
Deuda Neta		DN	35,669,810	39,848,981	83,755,244	118,231,311	137,257,877
Capital de Operación Neto Total		TNOC	108,736,630	116,783,214	163,017,604	167,934,494	208,478,008
Incrementos en Capital de Operaciones Neto							
Capital de Trabajo Neto Operativo	D	NOWC		13,994,597	43,150,370	- 56,988,587	- 23,724,224
Capital de Operación Neto	+D	NOC		- 5,948,013	3,084,020	61,905,477	64,267,738
Capital de Operación Neto Total	=D	Tot NOC		8,046,584	46,234,390	4,916,890	40,543,514
Impuestos Efectivos		%Tx		-33.00%	-33.00%	3.22%	-83.99%
Interes despues de Impuestos		Int * (1-%Tx)		3,545,218	5,018,563	19,125,204	4,291,810
Utilidad Operativa después de Impuestos		NOPAT		7,412,631	7,346,689	- 15,005,387	4,676,569
Flujo de Caja Libre							
		FCF		- 633,953	- 38,887,701	- 19,922,277	- 35,866,945
Utilidad después de Impuestos		UDI		3,867,413	2,328,127	- 34,130,591	384,759
Depreciación periodo	+	+Dep.p		1,509,737	- 4,163,227	- 3,831,132	- 2,185,300
Intereses después de impuestos	+	+Int(1-Tx)		3,545,218	5,018,563	19,125,204	4,291,810
Ingresos/Egresos no operativos des. impuest	-	(I-E NO(1-Tx))					
Capital de Trabajo Neto Operativo	-D	NOWC		- 13,994,597	- 43,150,370	56,988,587	23,724,224
Efectivo de Inversión	-D	Ef.In + IMb		4,438,276	1,079,207	- 58,074,345	- 62,082,438
Flujo de Caja Libre	=	FCF		- 633,953	- 38,887,701	- 19,922,277	- 35,866,945

13.4 Anexo 4 - Flujo de Caja Projectado.

Estimación Flujos de Caja Relevantes			2018	2019	2020	2021	2022
Capital de Operaciones							
Capital de Trabajo Neto Operativo		NOWC	6,726,111	8,588,947	10,700,610	13,087,606	15,778,972
Capital de Operación Neto	+	NOC	215,072,724	228,352,606	242,293,060	256,927,048	272,289,177
Capital de Operación Neto Total	=	TNOC	221,798,836	236,941,552	252,993,671	270,014,654	288,068,149
Deuda Neta		DN	138,310,360	132,902,780	119,035,807	95,570,153	61,248,368
Capital de Operación Neto Total		TNOC	221,798,836	236,941,552	252,993,671	270,014,654	288,068,149
Incrementos en Capital de Operaciones Neto							
Capital de Trabajo Neto Operativo	D	NOWC	670,127	1,862,835	2,111,664	2,386,996	2,691,366
Capital de Operación Neto	+D	NOC	12,650,700	13,279,881	13,940,455	14,633,988	15,362,128
Capital de Operación Neto Total	=D	Tot NOC	13,320,828	15,142,717	16,052,118	17,020,984	18,053,494
Impuestos Efectivos		%Tx	-34%	-34%	-34%	-34%	-34%
Interes despues de Impuestos		Int * (1-%Tx)	11,438,313	11,838,654	12,253,007	12,681,862	13,125,728
Utilidad Operativa después de Impuestos		NOPAT	23,706,658	32,388,951	42,172,098	53,168,500	65,501,007
Flujo de Caja Libre							
		FCF	10,385,830	17,246,234	26,119,980	36,147,516	47,447,513
Utilidad después de Impuestos		UDI	12,268,345	20,550,297	29,919,091	40,486,638	52,375,280
Depreciación periodo	+	+Dep.p	4,419,603	4,640,583	4,872,613	5,116,243	5,372,055
Intereses después de impuestos	+	+Int(1-Tx)	11,438,313	11,838,654	12,253,007	12,681,862	13,125,728
Ingresos/Egresos no operativos des. impuest	-	(I-E NO(1-Tx))					
Capital de Trabajo Neto Operativo	-D	NOWC	- 670,127	- 1,862,835	- 2,111,664	- 2,386,996	- 2,691,366
Efectivo de Inversión	-D	Ef.In + IMb	- 17,070,304	- 17,920,465	- 18,813,067	- 19,750,231	- 20,734,184
Flujo de Caja Libre	=	FCF	10,385,830	17,246,234	26,119,980	36,147,516	47,447,513

13.5 Anexo 5 – Calculo Ke

Estimación		Costo de Capital desapalancado			
	País	COL			
	Moneda local	COP Pesos			
	Moneda Forane	US			
	Firma	Gamba Lopez Ltda.			
Beta 0		Sector	Region	Beta 0	
(1)		Emer	Food Producer	Groceries	
			0.78	1.11	
(2)			Prom Emerg	0.94	
I k0 en US					
Beta	b0	0.94	Promedio B0		
Tasa libre de riesgo	kf	2.97%	2.91%	3.03%	
Prima riesgo mercado (ERP)	km-kf	7.08%	7.27%	6.89%	
Tasa desapalancada	ko (US)	9.66%			
II k0 en COP Pesos		USando el k0 en US	(Dev)		
		US	COL	Devaluation (1+kloc)/ (1+kUS) - 1	k0 COL (1+k0US)* (1+Dev) - 1
(1) Inflación		2.10%	4.27%	2.13%	11.99%
(2) Interés Bancos Centrales		1.75%	4.50%	2.70%	12.62%
(3) Interés (Avg: Lending-Deposit)		2.13%	8.45%	6.19%	16.45%
		Promedio		3.67%	13.69%
Sources		(Forecast)			
1 Inflación	US	Core Inflation Rate			
	COL	Idem			
2 Interés Central Banks		(Forecast)			
	US	Benchmark rate			
	COL	Tasa de la Reserva y del Banco Central			
3.a Interés (Lending)		(Forecast)			
	US	Lending Rate Worldbank			
	COL	Short and medium term			
		US	COP Pesos		
	2015	3.26%	12.33%		
	2016	3.51%	14.45%		
	Promedio	3.39%	12.00%		Banco Rep 12%
3.b Interés (Deposit)		(Forecast)			
	US	Deposit Rate Worldbank			
	Promedio	Short and medium term			
		US	COP Pesos		
	2015		5.24%		
	2016		6.92%		
	Promedio	0.88%	4.91%		Banco Rep 4.91%
	Promedio L-D	2.13%	8.45%		

III k0 en COP Pesos		Cálculo directo									
4 Bonos del Gobierno		kf	6.58%	Bonds 10 years							
		kf	6.84%	Bonds 15 years							
		Promedio	6.71%								
Equity Risk Premium (ERP)			7.08%	US							
		US	COL	(Dev) Devaluation (1+kloc)/ (1+kUS) - 1	ERP COP Pesos =(ERP)* (1+Dev)	k0 COL =k0loc +B0.ERPloc					
(1) Inflación		2.10%	4.27%	2.13%	7.23%	13.54%					COP Pesos
(2) Interés Bancos Centrales		1.75%	4.50%	2.70%	7.27%	13.58%					COP Pesos
(3) Interés (Avg: Lending-Deposit)		2.13%	8.45%	6.19%	7.52%	13.81%					COP Pesos
				Promedio		13.65%					COP Pesos
k0 avg		13.67%		=Promedio (II,III)							

13.6 Anexo 6 Valoración por Flujo de Caja Descontado

Supuesto

Parámetros para Calculo del WACC		Valor
K0 COL Promedio	K0	13.67%
% Deuda	%D	33.59%
% Patrimonio	%E	66.41%
Costo Deuda después de Imp.	kd(1-%Tx)	8.10%
Costo Patrimonio	ke	14.37%
Tasa deuda	Kd	12.27%
Crecimiento de Largo plazo	G	3.0%
Tasa de Impuestos	Tx	34%
Costo Ponderado	kw	12.26%

Flujo de Caja Libre

	Periodos	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Utilidad Operativa DI	NOPAT		23,706,658	32,388,951	42,172,098	53,168,500	65,501,007	67,466,037.6
Capital Invertido	TNOG	208,478,008	221,798,836	236,941,552	252,993,671	270,014,654	288,068,149	296,710,193.1
Deuda	D	137,257,877	138,310,360	132,902,780	119,035,807	95,570,153	61,248,368	63,085,818.8
Patrimonio Libros	EQ							-
Cambio Capital Invertido	dTNOG		13,320,828	15,142,717	16,052,118	17,020,984	18,053,494	8,642,044.5
Flujo de Caja Libre	FCL		10,385,830	17,246,234	26,119,980	36,147,516	47,447,513	58,823,993.2
Escudo Fiscal Deuda	EFD		5,726,791	5,770,704	5,545,084	4,966,514	3,987,460	2,555,457.0
Valor Presente Escudo Fiscal Deuda	VEFD	30,985,286	29,492,888	27,752,629	26,000,169	24,586,790	23,959,316	
% Escudo Fiscal Deuda	% VEFD	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
% Deuda	%D	33.6%	30.9%	27.3%	22.8%	17.3%	10.6%	
% Patrimonio	%E	66.4%	69.1%	72.7%	77.2%	82.7%	89.4%	
Costo Deuda DI	kd(1-% Tx)	8.10%	8.10%	8.10%	8.10%	8.10%	8.10%	
Costo Patrimonio	ke	14.37%	14.29%	14.19%	14.08%	13.96%	13.83%	
Costo Ponderado	kw	12.26%	12.4%	12.53%	12.71%	12.94%	13.22%	
Valor Empresa	VE	408,596,569	448,322,010	486,571,941	521,400,913	551,540,581	575,478,139	
Deuda	D	137,257,877	138,310,360	132,902,780	119,035,807	95,570,153	61,248,368	63,085,818.8
Valor Patrimonio	VP	271,338,692	310,011,650	353,669,161	402,365,106	455,970,428	514,229,772	

14 Bibliografía

1. Altman, E. I. (2017). Financial Distress Prediction in an International Context: A Review and Empirical Analysis of Altman's Z-Score Model. *Journal of International Financial Management & Accounting*.
2. Camaras de Comercio de Colombia. (s.f.). <http://www.compite360.com/>. Obtenido de <http://www.compite360.com/>
3. Euromonitor. (s.f.).
4. Gamba Lopez Cia Ltda. (s.f.).