

**VALORACION Y PROYECCION DE LA AGENCIA DE VIAJES Y TURISMO:  
TCI ESTRELLAS LTDA.**

**ROSARIO VANESSA MENDOZA TOUS  
LEIDY TATIANA MANDON UMAÑA**

**UNIVERSIDAD TECNOLOGICA DE BOLIVAR  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y ADMINISTRATIVAS  
CARTAGENA DE INDIAS**

**2009**

**VALORACION Y PROYECCION DE LA AGENCIA DE VIAJES Y TURISMO:  
TCI ESTRELLAS LTDA.**

**ROSARIO VANESSA MENDOZA TOUS**

**LEIDY TATIANA MANDON UMAÑA**

**Trabajo de grado de monografía presentado para optar el título de  
Administradora de Empresas - Finanzas y Negocios Internacionales**

**UNIVERSIDAD TECNOLOGICA DE BOLIVAR  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y ADMINISTRATIVAS  
CARTAGENA DE INDIAS**

**2009**

**Cartagena de Indias D.T. y C., 01 de junio de 2009.**

Señores

**COMITÉ DE EVALUACIÓN DE PROYECTOS**

Universidad Tecnológica de Bolívar

Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas

La Ciudad

**Respetados señores:**

Con la presente nos permitimos presentar ante ustedes para su consideración, estudio y aprobación del anteproyecto de nuestra monografía “**Valoración Y Proyección De La Agencia De Viajes Y Turismo: TCI Estrellas Ltda.**”, para optar el título de Profesional en Finanzas y Negocios Internacionales y Administrador de Empresas respectivamente.

Agradeciendo la atención prestada a la presente.

Atentamente,

**LEIDY MANDON UMAÑA**

**Cód. 03-16-039**

**ROSARIO MENDOZA TOUS**

**Cód. 03-11-001**

**Cartagena de Indias D.T. y C., 01 de junio de 2009.**

Señores

**COMITÉ DE EVALUACIÓN DE PROYECTOS**

Universidad Tecnológica de Bolívar

Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas

La Ciudad

**Apreciados señores:**

Por medio de la presente me permito someter a su consideración, estudio y aprobación la monografía “**Valoración Y Proyección De La Agencia De Viajes Y Turismo: TCI Estrellas Ltda.**”, Realizada por los estudiantes ROSARIO VANESSA MENDOZA TOUS y LEIDY TATIANA MANDON UMAÑA, quienes lo presentan a ustedes para optar el título de Administrador de Empresas y profesional en Finanzas y Negocios Internacionales respectivamente.

Atentamente,

**Netty Huertas**

**Asesora del Proyecto**

## AUTORIZACIÓN

Cartagena de Indias D.T y C., 01 de junio de 2009.

Yo Leidy Tatiana Mandón Umaña identificado con cédula de ciudadanía número 1.128.044.704 de Cartagena autorizo a la Universidad Tecnológica de Bolívar para hacer uso de mi trabajo de grado y publicarlo en el catálogo online de la Biblioteca.

Atentamente,

---

Leidy Mandón Umaña

## **AUTORIZACIÓN**

**Cartagena de Indias D.T y C., 01 de junio de 2009.**

**Yo Rosario Vanessa Mendoza Tous identificado con cédula de ciudadanía número 40.994398 de San Andrés, Isla autorizo a la Universidad Tecnológica de Bolívar para hacer uso de mi trabajo de grado y publicarlo en el catálogo online de la Biblioteca.**

**Atentamente,**

---

**Rosario Mendoza Tous**

**NOTA DE ACEPTACION**

---

---

---

---

**PRESIDENTE DEL JURADO**

---

**JURADO**

---

**JURADO**

**Cartagena de Indias D.T y C., 01 de junio de 2009**

## TABLA DE CONTENIDO

### Introducción

0	Presentación propuesta de monografía de minor.....	Pág. 1
0.1	Identificación del problema.....	Pág. 1
0.2	Objetivos.....	Pág. 2
0.2.1	General.....	Pág. 2
0.2.2	Específicos.....	Pág. 2
0.3	Justificación.....	Pág. 3
0.4	Antecedentes del trabajo.....	Pág. 5
0.5	Metodología del trabajo.....	Pág. 6
0.6	Logros esperados.....	Pág. 8
1.	Aspectos generales de la empresa.....	Pág. 9
1.1	Descripción del sector.....	Pág. 9
1.2	Competidores.....	Pág. 11
1.3	Normatividad.....	Pág. 11
1.4	Historia.....	Pág. 13
1.5	Filosofía.....	Pág. 14
1.6	Misión.....	Pág. 15
1.7	Visión.....	Pág. 15
1.8	Estructura Organizacional.....	Pág. 15
2.	Aspectos comerciales.....	Pág. 17
2.1.	Portafolio de servicios.....	Pág. 17

2.2. Clientes.....	Pág. 18
2.3. Proceso de prestación del servicio.....	Pág.19
2.4. Penalidades y cancelaciones.....	Pág. 20
3. Diagnostico financiero.....	Pág. 21
3.1 Liquidez.....	Pág. 23
3.2 Endeudamiento.....	Pág. 24
3.3 Rentabilidad.....	Pág. 25
3.4 Rotaciones (c*c y c*p) .....	Pág. 26
3.5 Márgenes .....	Pág. 26
4. Datos históricos para la proyección de variables de la empresa.....	Pág. 28
4.1. Políticas y metas.....	Pág. 28
4.2. Variables externas.....	Pág. 29
4.3. Aumento real y nominal.....	Pág. 33
4.4. Otros datos.....	Pág. 38
5. Proyección de estados financieros.....	Pág. 41
5.1 Estado de resultados.....	Pág. 42
5.2 Balance general.....	Pág. 43
5.3 Flujo de tesorería.....	Pág. 46
4. Costo promedio ponderado de capital.....	Pág. 48
5. Valoración.....	Pág. 52
6. Conclusiones y recomendaciones.....	Pág. 55
7. Bibliografía.....	Pág. 57

## 8. INDICE DE GRAFICAS

Grafica 1. Organigrama TCI Estrellas.....	Pág. 16
Grafica 2. Indicador financiero – Razón Corriente.....	Pág. 23
Grafica 3. Indicador financiero – Endeudamiento Total.....	Pág. 24
Grafica 4. Indicadores financieros – Rentabilidad del Activo y del Patrimonio.....	Pág. 25
Grafica 5. Indicadores financieros – Margen Operacional y Neto.....	Pág. 26
Grafica 6. Relación ventas - Utilidad Operativa – Utilidad Neta.....	Pág. 44
Proyectado e Histórico.	

## 9. INDICE DE TABLAS

Tabla 1. Indicadores financieros TCI Estrellas.....	Pág. 21
Tabla 2. Política de caja mínima.....	Pág. 29
Tabla 3. Política de cuentas X cobrar.....	Pág. 29
Tabla4. Proporción de utilidades repartidas.....	Pág. 30
Tabla5. Política de proveedores.....	Pág. 31
Tabla 6. Salarios 2008 - TCI Estrellas Ltda.....	Pág. 32
Tabla 7. Política de obligaciones laborales.....	Pág. 33
Tabla 8. Variables macroeconómicas.....	Pág. 33
Tabla 9. Ventas totales y cantidad de servicios prestados por TCI Estrellas.....	Pág. 35
Tabla 10. Aumento real - ventas totales y cantidad de servicios prestados por TCI Estrellas.....	Pág. 35
Tabla 11. Costo promedio ponderado de capital después de impuestos.....	Pág. 49
Tabla 12. Costo promedio ponderado antes de impuestos.....	Pág. 50
Tabla 13. Flujos de caja (Deuda, Capital y Libre).....	Pág. 52
Tabla 14. Valoración.....	Pág. 54

## 10. ANEXOS

Anexo A. Incremento Real en Gastos Operacionales Administrativos...	Pág. 59
Anexo B. Otros Datos.....	Pág. 60
Anexo C. Estado de Resultados proyectado.....	Pág. 61
Anexo D. Balance General proyectado.....	Pág. 62
Anexo E. Flujo de Tesorería proyectado.....	Pág. 63
Anexo F. Escenario Dividendos y Gastos Diversos.....	Pág. 65
Anexo G. Cambio en el porcentaje de déficit con deuda.....	Pág. 65
Anexo H. Estado de Resultados Históricos.....	Pág. 66
Anexo I. Balance General Históricos.....	Pág. 67

## INTRODUCCION

Crear valor económico es el objetivo de todo negocio, lo cual debe interesar a cualquier persona involucrada, por consiguiente es necesario saber cuánto vale, cómo se mide ese valor y qué se está haciendo para cumplir con dicho objetivo.

El siguiente proyecto está basado en el análisis financiero de un modelo de valoración y proyección elaborado a la Agencia de viajes y Turismo “TCI Estrellas Ltda.” Para cumplir con este objetivo se ha diseñado una metodología que tuvo como primera instancia un trabajo de campo que implica el conocimiento general de la empresa, luego basándose en las técnicas y el modelo de valoración diseñado por el Profesor Ignacio Vélez se analizaron y proyectaron los estados financieros de dicha empresa que no tiene como referencia una cotización bursátil y cuyo valor obtenido será a través del descuento de flujos de tesorería.

Antes de los resultados finales, tanto la valoración como la proyección de la Agencia TCI estrellas, se realizó un pronóstico Financiero que mostró el estado real de la empresa y los escenarios futuros para ella.

De esta manera se aportara a la agencia una herramienta de trabajo que le permitirá tomar decisiones.

## **0. PRESENTACION PROPUESTA DE MONOGRAFIA DE MINOR**

### **0.1 Identificación del problema**

TCI ESTRELLAS, Agencia de Viajes y Turismo, fue fundada hace más de veinte años con sede principal en la ciudad de Cartagena de Indias; entre sus departamentos encontramos venta de tiquetes, realización y coordinación de congresos, visitas a sitios turísticos, entre otros. La empresa mantiene relaciones comerciales con los más importantes hoteles y resorts del país, ha prestado servicios a empresas nacionales e internacionales con óptimos resultados, especializándose en el sector del Turismo de Negocios. La empresa dispone de una gran experiencia y recursos excelentes que garantizan servicios de calidad. TCI Estrellas Ltda. ha sido operador de asambleas y congresos de la Presidencia de la República, Proexport, Colciencias, UNESCO, ANDESCO, Asociaciones Científicas entre otros.

Sin embargo, en la empresa no se han realizado estudios de valoración que le permitan conocer su situación financiera futura y lo que es más importante su valor. Recordemos que el objetivo primordial de toda área financiera es la maximización del patrimonio de los accionistas y para esto es necesario conocer cuánto vale la compañía.

La actual situación en el mundo caracterizada por una muy fuerte competencia global, privatizaciones y entradas de capital en inversiones extranjeras directas; así como, repentinas alteraciones financieras generadoras de fuertes cambios en la cotización de las monedas, tasas de interés, importantes variaciones en los

precios, continuos cambios en los gustos y preferencias de los consumidores, da lugar a que las empresas deban ejercer un monitoreo constante de su situación financiera para poder ser competitivas en el mercado.

Por consiguiente, el objetivo de nuestro trabajo es realizar la valoración de la Agencia TCI Estrellas, determinando su apropiada tasa de descuento, además de su situación financiera, basándonos en el modelo de valoración y proyección financiera diseñado por el Profesor Ignacio Vélez Pareja. Con este análisis la gerente o socios puedan obtener criterios para la toma de decisiones como fusiones, escisiones, reestructuraciones financieras, compras, ventas y manejo del portafolio de inversiones.

## **0.2 Objetivos**

### **0.2.1 General**

- Realizar un modelo de valoración y proyección a la Agencia de Viajes y Turismo TCI Estrellas en la ciudad de Cartagena de Indias a partir del año 2008.

### **0.2.2 Específicos**

- Realizar un análisis financiero a partir de los datos históricos de TCI Estrellas.

- Elaborar los estados financieros proyectados a siete años, basándonos en los Estados de Resultados, Balance General y Flujo de tesorería históricos de la agencia.
- Construir el flujo de caja libre a partir de los estados financieros y datos reales.
- Estimar el costo de capital apropiado.
- Construir premisas y supuestos económicos para la proyección y valoración de la agencia TCI Estrellas.
- Analizar los resultados arrojados por la valoración y proyección.

### **0.3 Justificación**

“Los aspectos relacionados con el valor de una entidad sirven de guía para muchas decisiones empresariales y personales. Los análisis que de allí se derivan deben realizarse con la suficiente objetividad, habilidad y sofisticación de forma que las decisiones que deban tomarse como consecuencia del resultado obtenido involucren la mínima incertidumbre posible para la empresa”<sup>1</sup>.

“La gestión financiera en muchas empresas se limita al cierre contable y la entrega de información tributaria. Aunque estas actividades son necesarias, muchas empresas descuidan la proyección financiera de la compañía, una herramienta fundamental para el control y la toma de decisiones ya que actualmente es muy importante conocer las tendencias del mercado, los cambios tecnológicos y sobre

---

<sup>1</sup> ¿Porque valorar su Empresa?, León García Oscar, <http://www.oscarleongarcia.com>

todo la situación financiera de la empresa debido a que esta nos permite determinar las estrategias y toma de decisiones de las actividades y el presupuesto que se maneja<sup>2</sup>.

En TCI Estrellas Ltda. se realiza toda la gestión contable que la empresa estrictamente debe cumplir ante el gobierno, además de poseer registros para ejercer control sobre la agencia. Sin embargo, la preparación de los estados financieros y los registros contables no reflejan el valor de mercado, es decir, solo reflejan la historia de la empresa. El valor del patrimonio reflejado en un estado de resultados es muy diferente al valor de los accionistas de la empresa, debido a que dicho valor depende de muchos factores como el flujo de tesorería, la vida del activo, el riesgo asociado en sus flujos futuros. Igualmente, la agencia no conoce qué tan competitiva es frente a otras y qué decisiones se podrían tomar en nuevos proyectos de inversión. Lo que se persigue en este trabajo es la proyección de los estados financieros fundamentales de la empresa: Estado de Resultados, Balance General y Flujo de Tesorería.

Además, mediante este trabajo de grado se ofrecerá una asesoría a la agencia en valoración y proyección financiera utilizando el concepto de modelo como alternativa para visualizar la realidad de forma sencilla y sintética, de manera fiel y practica; donde se utilizara diferentes técnicas reconocidas como lo son los flujos de caja, que le permitan tener el beneficio de estimar su valor comercial para

---

<sup>2</sup> ¿Porque valorar su Empresa?, León García Oscar, <http://www.oscarleongarcia.com>

exitosas toma de decisiones, que puede enfrentar en un futuro tales como la venta, fusión, adquisición, entrada o salida de socios.

Por último este modelo le permitirá conocer a la Agencia estados financieros proyectados confiables con el objeto de hacer seguimiento y análisis de inversión en nuevos proyectos.

#### **0.4 Antecedentes del trabajo**

Existen estudios previos que enseñan que para valorar una empresa hay que tener en cuenta muchos factores y aplicar el método o los métodos que más convengan según el sector, el tamaño o el tipo de empresa que se está valorando.

Uno de estos estudios es el que enseña el Profesor Ignacio Vélez en su libro DECISIONES DE INVERSION en el cual tras años de estudios, aplicaciones y experiencias vividas diseñó un modelo, que muestra paso a paso la construcción de estados financieros proyectados a partir de la presentación de tablas, donde se encuentran datos de entrada básicos y así construir los flujos de caja desde los puntos de vista del accionista y acreedores, que brindaran información para valorar una empresa. Asimismo, en el libro, el autor desarrolla metodologías para la estimación del costo de capital, valor terminal, el cual, se aplicará en esta monografía.

Héctor Ortiz Anaya expone en su libro “Flujo de Caja y Proyecciones Financieras” la forma de plantear y evaluar un proyecto de inversión de manera proyectiva, clara y permanente, mediante técnicas adecuadas, analizando aspectos como la

TIR o el VPN, y, por lo tanto, da las herramientas necesarias para hallar la viabilidad financiera de la Agencia TCI Estrellas.

Esta obra plantea la facilidad para la preparación y análisis de alternativas que indican si el negocio puede continuar adelante o si tiene que llegar a una liquidación del mismo, cuenta con el análisis de casos reales y con un resumen en cada capítulo para facilitar el trabajo del lector, además de un cuestionario que le permitirá repasar los aspectos fundamentales expuestos.

Es de mucha importancia conocer que la valoración de una empresa no es un proceso únicamente técnico también es dar una opinión subjetiva de la empresa que se está analizando, por consiguiente, es necesario conocer el funcionamiento interno de la organización, las características del sector en que opera y la evolución futura de la economía en general para lo cual nos apoyaremos en estudios realizados por ANATO (Asociación Colombiana de Agencias de Viajes) al cual TCI Estrellas se encuentra asociado.

### **0.5 Metodología del trabajo**

Es imprescindible para una exitosa valoración conocer a profundidad la agencia, por consiguiente, para la realización del proyecto se dividió el proceso investigativo en cinco fases:

La primera fue la recolección de datos, en ella se conoció la agencia y su cultura organizativa, lo que implicó conocer al personal de trabajo y al equipo directivo que la conforman.

La segunda fase consistió en conocer e indagar sobre el negocio y su entorno, es decir, quiénes son sus proveedores, clientes y competidores, cuál es su situación financiera y cuál ha sido su evolución histórica. Dicha información se obtuvo a través de entrevistas al equipo directivo, estudios de mercado y datos históricos que fueron útiles para la creación de estados proyectados confiables y consistentes. Las proyecciones de los datos se crearon a partir de tablas preliminares basadas en variables como el aumento real de precios, política de recaudo, inflación, entre otros. Luego de la definición de dichas variables se determinaron los valores de las cifras proyectadas para luego crear el Estado de Resultados y Balance General proyectado. La técnica empleada para la proyección de datos fue la relación propuesta por el economista Irving Fisher.

En la tercera fase se calculó el valor de la empresa en relación a los flujos de caja que se estima genere en el futuro, de acuerdo a la información recolectada en la fase anterior; basados en el modelo de valoración y proyección financiera diseñado por el Profesor Ignacio Vélez Pareja. Esta fase se guió por los cinco módulos para arrojar los resultados del flujo de tesorería; los cuales son: saldo operativo, inversiones de capital, financiación externa, transacciones con el accionista y otras como lo son: la venta de inversiones temporales, intereses recibidos, y saldo neto de caja después de otras transacciones, así como calcular el Valor Presente Neto.

La cuarta y última fase consiste en interpretar los resultados obtenidos para adecuarlos al objetivo de la valoración y proyección de la Agencia TCI Estrellas Ltda., y concluir con los respectivos análisis del trabajo.

## **0.6 Logros esperados**

Con esta monografía queremos brindarle a la Agencia TCI Estrellas Ltda. una herramienta de trabajo real que le permita mejorar y conocer su estructura financiera para la toma de decisiones en presentes y futuros proyectos.

Además, esperamos poder cumplir satisfactoriamente requisitos académicos para poder optar el título de profesional universitario.

## **1. ASPECTOS GENERALES DE LA EMPRESA**

La implementación del modelo de valoración y proyección financiera a TCI Estrellas Ltda. requiere de un completo conocimiento de la misma pues es imposible desarrollar un modelo si no se tiene claridad sobre dónde se va a realizar, por ende se efectuó una exhaustiva investigación que permitió la recolección de datos que se expone a continuación:

### **1.1 Descripción del Sector**

TCI Estrellas Ltda, pertenece a la industria del turismo, más precisamente al sector del turismo corporativo o de negocios.

Actualmente, el sector turístico contribuye al 1.9% del total del PIB, es decir, US\$ 3.431 millones de dólares y genera 386.000 empleos directos; el equivalente al 1.8% del total de empleos del país. Entre enero y diciembre de 2007 ingresaron al país 2.241.953 visitantes extranjeros, registrando un crecimiento de 13,5% frente al mismo periodo de 2006, es decir, un ingreso de 117.325 extranjeros más. Se completan así 4 años de crecimiento sostenido entre 2002 y 2006 y las perspectivas para 2008 indican que la tendencia positiva se mantendrá.<sup>3</sup>

Una de las prioridades para el avance y crecimiento del sector ha sido el buen nivel de seguridad que ha tenido el país desde la implementación de la política de

---

<sup>3</sup> Cifras tomadas del Informe Industria del Turismo en Colombia, 2008. Proexport Colombia

seguridad en el año 2002, mostrando resultados positivos y una mayor confianza internacional.<sup>4</sup>

El mercado turístico en el país está segmentado en turismo vacacional, turismo de salud, turismo religioso y turismo corporativo. Colombia se ha constituido como destino en materia de turismo corporativo, ideal para llevar a cabo congresos y convenciones internacionales, de acuerdo con el Ministerio de Comercio, Industria y Turismo, durante el primer mes del 2008 llegaron al país 96.502 extranjeros, 6.697 más que en enero del 2007<sup>5</sup>. Un alto porcentaje de estas personas llegaron por turismo corporativo, que sigue siendo el fuerte en Colombia. Una de las causas importantes que ha conllevado a que el país se posicione en esta clase de turismo son los espaciosos centros de convenciones, los cuales, están estratégicamente ubicados en las ciudades más importantes y están equipados con tecnología de punta. De este sector se ocupan las empresas y agencias Operadoras Profesionales de Congresos, entre ellas, TCI Estrellas Ltda., cuya tarea es asesorar a las empresas organizadoras, presentar los servicios de centros, hoteles y sugerir el sitio, de acuerdo con el objetivo, tipo, tamaño y necesidades del evento.

“Uno de los puntos importantes que ha contribuido a que el turismo se haya relanzado en la ciudad de Cartagena ha sido la llegada de cruceros. En el último año se han obtenido cifras récord. El Puerto de Cartagena ha contado con 35 escalas que han dejado más de 30.000 turistas, Cartagena sigue posicionándose

---

<sup>4</sup> DAS. Departamento Administrativo de Seguridad.

<sup>5</sup> [http://www.dinero.com/wf\\_InfoArticulo.aspx?IdArt=45345](http://www.dinero.com/wf_InfoArticulo.aspx?IdArt=45345)

como el destino preferido por los turistas nacionales y extranjeros, demostrando unas cifras y datos positivos frente a la coyuntura financiera internacional”<sup>6</sup>.

## **1.2 Competidores**

Los Operadores Profesionales de Congresos se encuentran ubicados en las principales ciudades turísticas del país, las cuales son, Bogotá, Cali, Medellín, Santa Marta, el eje cafetero y por supuesto, la ciudad de Cartagena.

### **Competidores Nacionales y Locales**

CONTACTOS	PANAMERICANA	VIAJES CARAVANA
AVIATUR	DAGER TOURS	TURINCO
GEMA TOURS	LA TIENDA DEL TURISMO	SUMERSE TOUR
ADRIANA ARIZTIZABAL		

## **1.3 Normatividad**

El Ministerio de Comercio, Industria y Turismo es la entidad que regula y hace cumplir las disposiciones constitucionales, legales y reglamentarias, relacionadas con la actividad de los OPC (operadores profesionales de congresos) La normatividad de dichas agencias están estipuladas en el Decreto Legislativo 1112 de 1996, en el cual se dicta la actividad y las obligaciones de las Agencias, están son:

---

<sup>6</sup> <http://www.turismocartagenadeindias.com>

- Asesorar en forma profesional a los clientes en la organización de congresos, ferias, convenciones y demás eventos propios de su actividad.
- Gerenciar los eventos propios y de terceros en sus etapas de planeación, promoción y realización.
- Garantizar a los usuarios de los servicios contratados por los clientes las condiciones de seguridad que se requieran durante el desarrollo de los eventos.
- Establecer programas de capacitación relacionados con la prestación del servicio, para un mejor ejercicio de su actividad profesional.
- Prestar atención y asistencia profesional a los clientes y a los participantes de los eventos.
- Asesorar profesionalmente a los clientes sobre las alternativas más convenientes en materia de contratación, comercialización y en general en todo lo relacionado con el desarrollo de los eventos.
- Informar veraz y oportunamente los costos y tarifas de todos los servicios que hacen parte del evento.
- Extender a los clientes un comprobante que especifique los servicios contratados. Toda publicidad o información escrita sobre servicios turísticos utilizada por los operadores profesionales de congresos, ferias y convenciones, o difundida por estos a través de Internet, deberá contener como mínimo los siguientes aspectos: servicios que presta, tarifas, y el correspondiente número de inscripción en el Registro Nacional de Turismo.

El material publicitario utilizado en la promoción de los servicios de los operadores profesionales de congresos, ferias y convenciones, deberá ser claro evitando el uso de términos que por su ambigüedad pudieran inducir en los usuarios expectativas sobre el servicio, superiores a las que realmente presta. Los operadores profesionales de congresos, ferias y convenciones deberán acreditar su inscripción en el Registro Nacional de Turismo al momento de contratar con entidades públicas o privadas.

#### **1.4 Historia**

TCI ESTRELLAS LTDA fue fundada en el año de 1.983 en Cartagena de Indias y se ha consolidado como una de las empresas líderes en la organización de congresos, seminarios, conferencias y todo tipo de reuniones en Colombia, estando en la capacidad de ofrecer una rica y fructífera experiencia en cuanto a planificación, ejecución y coordinación de certámenes a nivel nacional e internacional.

Sus fundadoras fueron la Senadora Piedad Zucardi y la actual Gerente Beatriz Bechara de Borge empezaron con una pequeña oficina ubicada en el Centro Comercial Bocagrande y con recursos provenientes de ahorros familiares, dedicándose solamente a la Venta de Tiquetes Aéreos. Con el tiempo y observando las necesidades y oportunidades del Sector Turístico en el que se encontraban empezaron a ofrecer a las compañías de la época el manejo de la logística de los eventos / Congresos o Convenciones que quisieran realizar.

Al observar los beneficios que esto traía decidieron agregar otros servicios como los Receptivos (City Tour – Paseos en Coche, Rumba en Chiva entre otros). Todo esto hizo que la empresa fuera creciendo hasta contar con un personal de planta de 10 empleados más los indirectos que se generaban cuando se encuentran en eventos.

Hoy en día, la empresa se encuentra ubicada en el sector de prestación de servicio; especializándose en los OPC (Operadores de Congresos) para lo cual se ha encontrado trabajando en el mercado por más de veinte años, registrada ante el Ministerio de Desarrollo como Operadores Profesionales de Congresos Reg.: 3294 y 1720 como Agentes de Viaje, desde el momento de existencia como sociedad esta no ha cambiado su objeto social, y ha logrado mantenerse en el mercado.

El NIT de la empresa es 890.404.907-9, y fue constituida como sociedad mediante escritura pública N. 701 el 07 abril de 1983, otorgada en la notaria tercera de Cartagena, e inscrita en la Cámara de Comercio el 07 de junio de 1983, como sociedad “CINCO ESTRELLAS LTDA”, y posteriormente cambió su razón social el 12 febrero de 1997 por T&CI ESTRELLAS LTDA; la cual se conserva hasta el día de hoy.

### **1.5 Filosofía**

“Lograr en el turismo de negocios e incentivos la consolidación de relaciones comerciales satisfactorias que facilite el trabajo de nuestros clientes y la calidad de vida de nuestros empleados”.

### **1.6 Misión**

“Ofrecer una asesoría integral en organización de Incentivos, Congresos, Viajes y Turismo, que satisfaga las necesidades, exceda las expectativas y se apoye en un recurso humano calificado”.

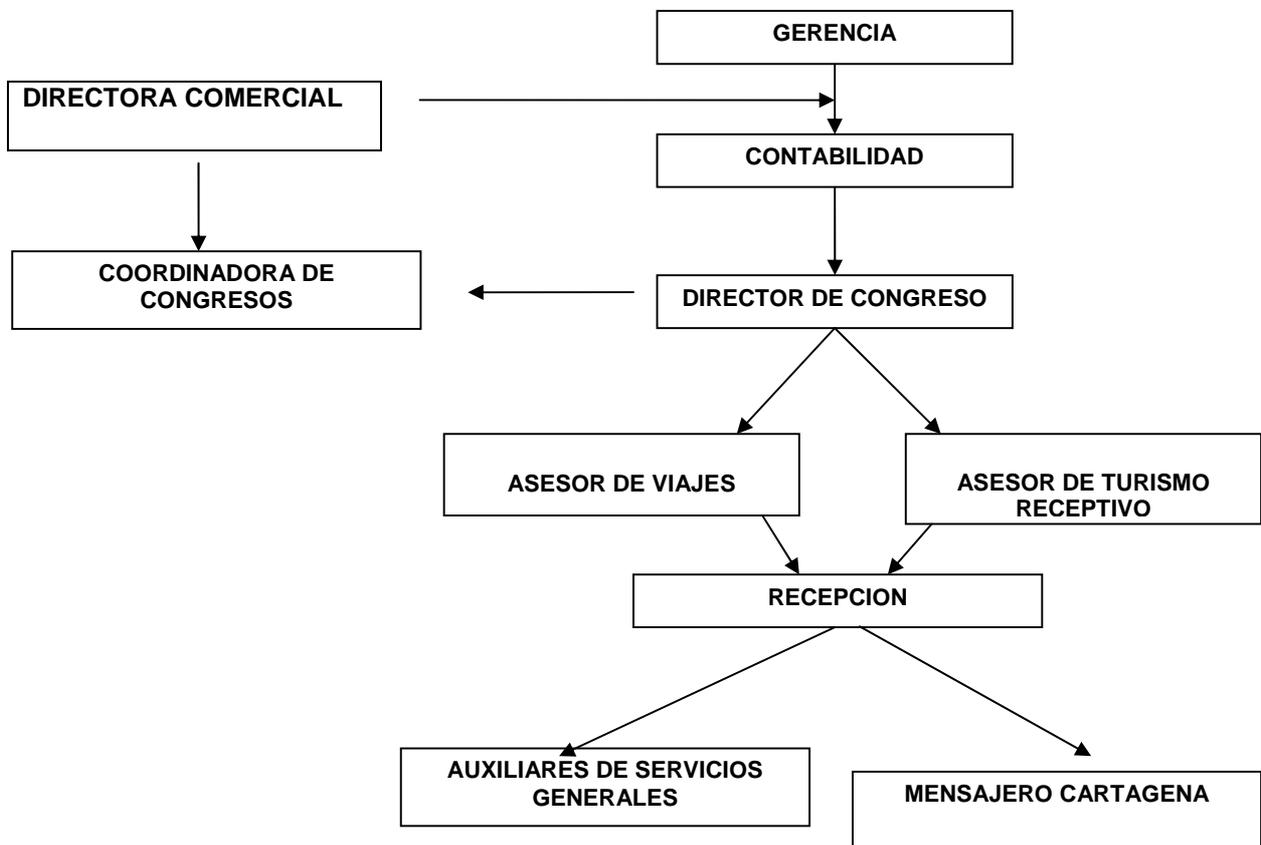
### **1.7 Visión**

“Ser una empresa Líder, eficiente en el mercado del turismo, satisfaciendo las necesidades de nuestros clientes, obteniendo reconocimiento en la ciudad de Cartagena, Colombia y a nivel internacional, reconocidos por la atención y dedicación personalizada que brinda nuestro personal en la confianza, integridad, creatividad e innovación en cada operación”.

### **1.8 Estructura organizacional**

En la gráfica 1 se presenta el organigrama de la Agencia de Viajes TCI Estrellas, en la cual se observa los diferentes cargos de las 10 personas que conforman la organización.

**Grafica 1. Organigrama TCI Estrellas**



## **2. ASPECTOS COMERCIALES**

TCI ESTRELLAS mantiene relaciones comerciales con un número importante de Asociaciones y Empresas, posee una estructura comercial y logística que permite asegurar un servicio ajustado a las necesidades de cada uno de sus clientes, manteniendo un sistema de información que permite acceder al conocimiento de los productos nuevos y la evaluación de los servicios.

### **2.1 Portafolio de servicios**

La agencia ofrece:

- Toma de decisiones sobre los preparativos iniciales para la optimización y disposición de los recursos de la ciudad donde se realice el evento.
- Acompañamiento personalizado en el desarrollo de las actividades de planeación, ejecución y seguimiento.
- Proyección de los costos, descripción y planeación del presupuesto.
- Control del presupuesto.
- Desarrollo de la logística.
- Evaluación y retroalimentación de resultados.
- Proyección a futuros eventos.

## **2.2 Clientes**

Para TCI Estrellas los clientes son todas las empresas públicas y privadas que requieran tiquetes aéreos, organización de congresos y eventos sociales.

Sus principales clientes son:

BID	AECI
SUGAR CANE	UNCTAD
UNESCO	ITTO
ALIDE	TELMEX
OEPA	LATIN FINANCE
IAIA	OEA
BCIE	CINTEL
OPS	OMT
FUNDACION CAROLINA	OIE
ANDESCO	COLCIENCIAS
BAYER CROPSCIENCE	PROEXPORT
HYUNDAI	PRESIDENCIA DE LA REPUBLICA
ALCATEL	MINISTERIO DE HACIENDA
COCA COLA	ICBF
TELECOM	ASOCIACIONES MÉDICAS Y CIENTIFICAS
EPM BOGOTA	CONTRALORIA GENERAL
COMCEL	PNUD
PHARMACIA	NATURGAS
ORGANON DE COLOMBIA	PROMIGAS

### **2.3 Proceso de prestación del servicio**

Una vez conocido el plan de trabajo de la empresa y con base en las necesidades a cubrir, se determinó de manera conjunta con los empleados lo siguiente:

- Coordinar con el departamento de congresos una política de viajes y eventos que contemple las prioridades de este departamento tales como: tarifas aéreas, hoteleras, alquiler de autos, los métodos de pago y la forma en que se reportarán los gastos.
- Suministrar la información periódica sobre el uso del departamento de congresos y eventos para asistir al cliente en el análisis de la información, con el fin de detectar a tiempo fallas en el cumplimiento de la política establecida para eventos.
- Establecer una relación profesional con las personas que se encargan directamente de la solicitud de servicios de eventos por parte de los clientes, a través del entrenamiento en temas de interés turístico que permitan la óptima utilización de los servicios.
- Ofrecer una comunicación constante, a través de correo electrónico para responder en forma oportuna a los requerimientos, generando al mismo tiempo un soporte de solicitudes y respuestas.
- Evaluar periódicamente el servicio con el fin de hacer ajustes necesarios.

## **2.4 Penalidades y Cancelaciones**

- Todas las cancelaciones recibidas 90 días antes del evento, son reembolsadas en su totalidad.
- Las cancelaciones de servicios terrestres recibidas dentro de 15 a 3 días antes del evento, la empresa reembolsa el 50%
- Las cancelaciones y servicios terrestres que la empresa reciba dentro de 2 días antes del evento, el depósito no será reembolsado.
- Una cancelación es considerada válida solo cuando se ha recibido documentos por escrito, ya sea por fax o vía e-mail.
- Pagos recibidos 30 días anticipados al evento tendrá el 10% de descuento.
- Los reclamos solo serán aceptados por escrito, y deben adjuntar los Boucher de servicios no usados y cualquier otra documentación entregada al cliente.
- Cualquier reclamo debe ser presentado por escrito dentro de los 30 días posteriores de haber concluido los servicios. Caso contrario, no se estará en capacidad de procesar los datos.
- Se realizan reembolso mínimo 15 días después de la cancelación de la reserva hotelera.
- Pago de facturas a proveedores treinta días después de recibir la factura.
- Pago a proveedores los últimos viernes del mes.

### 3. DIAGNOSTICO FINANCIERO

Los indicadores financieros generan una idea acerca del comportamiento de la empresa, y esto permite realizar un diagnostico de cómo se encuentra esta para tomar decisiones correctivas o preventivas, también se utilizan con el fin de determinar la política de cartera, cuentas por pagar, entre otros. En el siguiente diagnostico se observara la situación financiera, actividad, liquidez y rentabilidad de TCI Estrellas en el período de estudio.

Los resultados arrojados por los Indicadores Financieros realizados a TCI se resumen en el siguiente cuadro:

Tabla 1. Indicadores Financieros TCI Estrellas

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>** INDICADORES DE LIQUIDEZ</b>								
RAZON CORRIENTE	506.10%	359.84%	312.72%	306.10%	301.18%	216.83%	348.48%	271.05%
CAPITAL NETO TRABAJO	174,399,522	178,055,785	175,448,905	188,067,972	207,855,959	160,682,051	188,426,850	130,715,306
<b>** INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO</b>								
LEVERAGE APALANCAMIENTO	29.97%	46.07%	50.39%	52.86%	59.59%	51.06%	27.23%	34.93%
ENDEUDAMIENTO TOTAL	23.06%	31.54%	33.51%	34.58%	37.34%	33.80%	21.40%	25.89%
CONCENTRACION	58.47%	57.32%	58.72%	56.26%	52.80%	69.87%	63.90%	42.47%
<b>** INDICADORES DE RENTABILIDAD</b>								
RENTABILIDAD DEL ACTIVO	8.24%	10.23%	10.69%	6.03%	7.39%	8.71%	8.01%	15.18%
RENTABILIDAD DEL PATRIMONIO	10.70%	14.94%	16.07%	9.22%	11.79%	13.16%	10.19%	20.49%
IMPORTANCIA DEL ACTIVO CORRIENTE	68.23%	65.05%	61.53%	59.56%	59.38%	51.21%	47.67%	29.80%
MARGEN OPERACIONAL	12.76%	16.02%	17.11%	10.33%	13.08%	13.25%	12.02%	33.33%
MARGEN NETO	5.64%	5.45%	5.41%	4.59%	4.57%	6.88%	3.77%	25.33%

**Fuente:** Cálculos de los Autores con base en datos de la agencia TCI Estrellas Ltda.

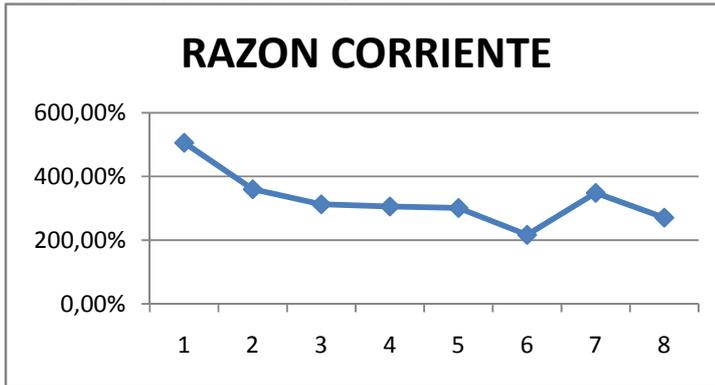
Cabe resaltar que la empresa ha visto la necesidad de reestructurar el presupuesto de gastos operacionales a partir del año 2007, los cuales, como podemos ver a continuación han influido en el comportamiento de los indicadores financieros. El motivo por el cual, la empresa decidió hacer un cambio en su estructura contable, administrativa y financiera se debió a la mala gestión de los recursos ya que las personas encargadas en dicho periodo no estaban capacitadas para brindar una adecuada asesoría a los socios de la empresa. Por consiguiente la empresa decidió disminuir gastos que no eran relevantes, como por ejemplo la subcuenta Otros Gastos, la cual, disminuyó en 16,48%. Con las reestructuraciones implementadas, los gastos operacionales pasaron de \$332.16 millones en el 2006 a \$324.96 millones, en el 2007 y los gastos financieros de \$21,66 millones a \$19,50 millones.

En el 2008, la subcuenta Gastos de Viajes disminuyó en 87,78% debido a que la empresa buscó la forma de promocionarse en la ciudad a través de los diferentes congresos y convenciones internacionales que se realizan en la misma. Igualmente, decidieron recortar el personal, unificar cargos y disminuir el presupuesto de otros gastos, de esta forma lograron mejorar la administración de los recursos y disminuir la deuda, por lo tanto los gastos operacionales pasaron de \$324.96 millones en el 2007 a \$210.11 millones en el 2008.

Para realizar el diagnóstico financiero se ha dividido el análisis en cinco áreas: liquidez, endeudamiento, rentabilidad, rotaciones y márgenes.

### 3.1 Liquidez

Grafica 2. Indicador Financiero – Razón Corriente

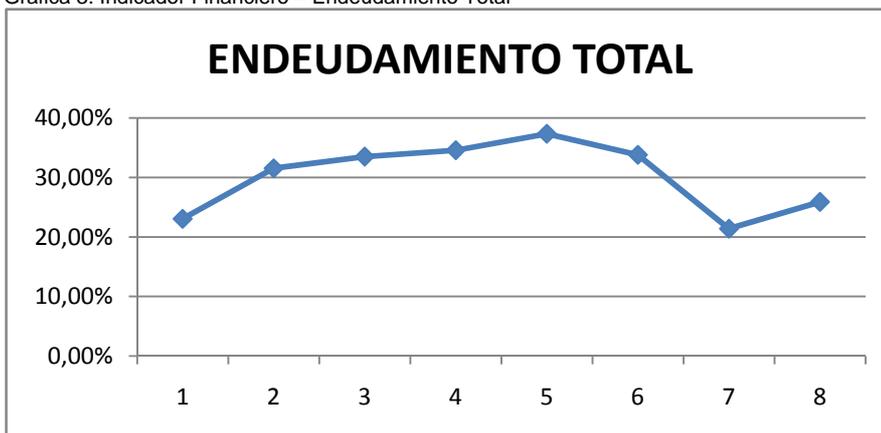


**Fuente:** Cálculos de los Autores con base en datos de la agencia TCI Estrellas Ltda.

La liquidez de TCI Estrellas analizada en la Razón Corriente, ha tenido un comportamiento decreciente hasta el periodo 2006. Sin embargo, se observa que para los periodos 2007 al 2008 existe una leve mejoría debido a que los pasivos corrientes han disminuido de una forma superior al activo corriente, gracias a la reestructuración financiera ya mencionada y de la que se hablara en el siguiente apartado.

### 3.2 Endeudamiento

Grafica 3. Indicador Financiero – Endeudamiento Total



**Fuente:** Cálculos de los Autores con base en datos de la agencia TCI Estrellas Ltda.

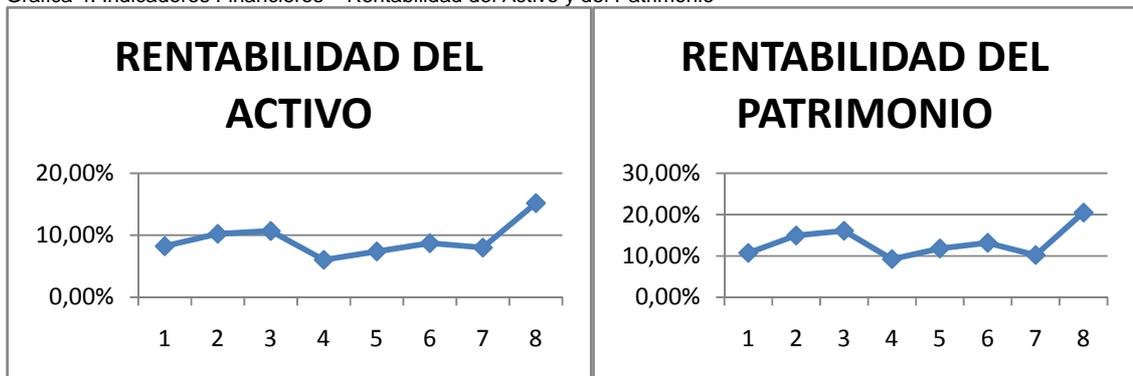
A partir de la grafica, se observa que la mayor parte del financiamiento de la empresa proviene del patrimonio, puesto que el endeudamiento con terceros no supera el 40%, sin embargo, hay que recalcar que la subcuenta revalorización del patrimonio se registra solamente en libros para efectos de causación, por ende no representa un flujo de dinero. Esta partida en el año 2007 representó el 56% del total del patrimonio.

También se destaca el crecimiento del endeudamiento en el período analizado pasando de 23.06% en el 2001, hasta 33.8% en el 2006, haciéndose aún más grave que sea en el corto plazo, aumentando en niveles de concentración de 58% en el 2001 hasta casi el 70% en el 2006. En el 2007 gracias a los cambios administrativos surgió una nueva estructura financiera, trayendo como

consecuencia una disminución del endeudamiento a 25.89% en el 2008 y de la concentración en el corto plazo a 42.47%, la cifra más baja de los últimos años.

### 3.3 Rentabilidad

Grafica 4. Indicadores Financieros – Rentabilidad del Activo y del Patrimonio



**Fuente:** Cálculos de los Autores con base en datos de la agencia TCI Estrellas Ltda.

Se puede observar que la rentabilidad de TCI es variable dentro de los periodos analizados (2001 al 2008). Se presentan dos casos relevantes, en el periodo del 2003 se pasa 10,69% a 6,03% en el 2004, período en el que la compañía realizó una serie de inversiones en cambio de tecnología que fue financiada en parte con deuda, adicionalmente las ventas incrementaron nominalmente tan solo en 4%, generando una caída en la rentabilidad del patrimonio y del activo, ubicándose en 9.22% y 6.03%, respectivamente.

La rentabilidad del activo pasa del 8.01% en el periodo del 2007 a 15,18% en el 2008, que es el mayor porcentaje de rentabilidad que ha tenido la empresa dentro

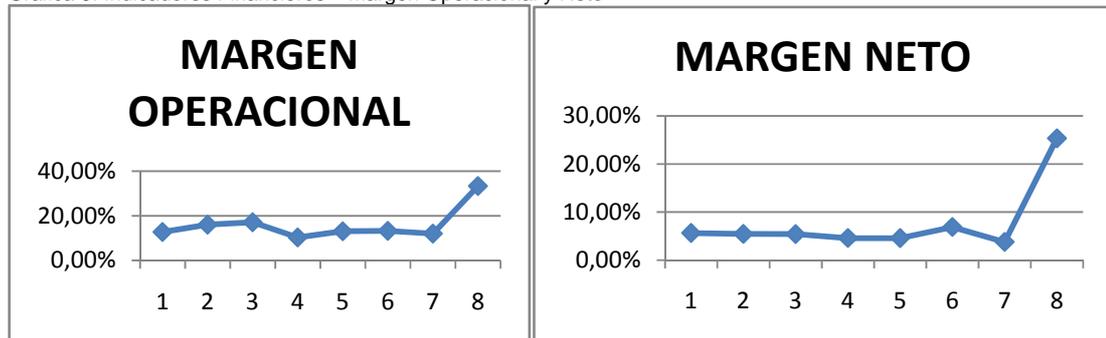
de los periodos estudiados reflejo de los cambios realizados por la nueva administración.

### 3.4 Rotaciones (c\*c y c\*p)

Este indicador se encuentra calculado en el punto Políticas y Metas de TCI Estrellas analizado en el Capitulo numero 4 datos históricos para la proyección de variables de la empresa, por lo tanto no se hace referencia en este ítem.

### 3.5 Márgenes

Grafica 5. Indicadores Financieros – Margen Operacional y Neto



**Fuente:** Cálculos de los Autores con base en datos de la agencia TCI Estrellas Ltda.

De acuerdo con la gráfica anterior se observa que el margen operacional de TCI dentro de los periodos analizados se divide en cuatro etapas. La primera de ellas comprende el periodo 2001 al 2003 donde el indicador refleja un leve crecimiento que no supera el 18%. En la segunda etapa, del 2003 al 2004, el margen operacional presenta una disminución pasando del 17.11% al 10.33% debido a que los gastos operacionales crecieron en una cifra superior a las ventas. Para la

tercera etapa que comprende el periodo del 2004 al 2007 el indicador muestra un comportamiento constante manteniéndose en un promedio del 14%. Por último la cuarta etapa de la grafica muestra un importante crecimiento del 12,02% en el 2007 al 33,33% para el 2008 debido a las políticas de la empresa.

El margen neto tiene comportamientos casi que constantes durante el periodo 2001 al 2005, debido a que las ventas se mantuvieron similares al igual que los Gastos de la empresa por la politica manejada anteriormente. Sin embargo, en el año 2007 este indicador llegó a cifras del 3.77%, la más baja dentro de los periodos analizados.

Posteriormente, en el periodo del 2007 al 2008 se refleja un incremento del 3.77% al 25.33% respectivamente, cambios presentados debido a las reestructuraciones realizadas por la empresa.

## **4. DATOS HISTORICOS PARA LA PROYECCION DE VARIABLES DE LA EMPRESA**

A partir de variables como la inflación, el aumento real de ventas y gastos, metas y políticas que la empresa maneja, se proyectaron los estados financieros de la empresa.

El horizonte de tiempo de los estados financieros históricos está determinado por los años 2001 a 2008, por otro lado el horizonte de proyección de los estados financieros comprende desde el año 2009 hasta 2015.

### **4.1 Políticas y Metas**

Se define como política los criterios que sirven de guía y dirigen los esfuerzos de TCI Estrellas para alcanzar sus metas, que son su objetivo final.

#### Política de Caja Mínima

Dadas las características de la empresa y por lo que mantener dinero en caja significa dejar de aprovechar las oportunidades que surjan para invertir o pagar sus deudas, TCI ha venido manejando un porcentaje promedio calculado sobre las Ventas de saldo mínimo en caja desde el año 2001 hasta el año 2008 del 16.44%. La Gerente ha desarrollado un plan en el que la cantidad de dinero que se maneja permite a la empresa cumplir con los pagos programados a los proveedores, así

como proporcionar un margen de seguridad para realizar pagos no previstos. Los resultados de esta política se pueden observar en el siguiente cuadro:

Tabla 2. Política de Caja Mínima

	Año	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	PROM.
Disponible		33.22	40.85	44.85	49.58	66.48	57.08	58.45	61.98	
Comisiones T/T ALM y Congresos		224.79	259.32	275.37	285.37	305.89	397.66	399.20	415.13	
<b>Política de Caja mínima</b>		<b>14.78%</b>	<b>15.75%</b>	<b>16.29%</b>	<b>17.37%</b>	<b>21.73%</b>	<b>14.35%</b>	<b>14.64%</b>	<b>14.93%</b>	<b>16.44%</b>

**Fuente:** Cálculos de los Autores con base en datos de la agencia TCI Estrellas Ltda.

### Política de manejo de las Cuentas por Cobrar

Los ingresos de TCI Estrellas deben ser recaudados rápidamente debido a que es una empresa intermediaria donde reciben ingresos para terceros y de estos ingresos la empresa cobra una comisión por la organización de los congresos e incentivos, por lo que los créditos son otorgados a clientes conocidos en plazos de 7 a 15 días. Existen otras cuentas por cobrar conformadas por los anticipos y contribuciones del gobierno, avances, cuentas por cobrar de terceros, fondo de inversión y préstamos concedidos a los empleados de la empresa. El promedio histórico que la empresa viene manejando para su administración de política de créditos es del 57.20% sobre las comisiones adquiridas. Hay que reconocer que lo deseable es que a una firma le paguen sus facturas de contado, aunque la práctica comercial establece unos plazos aceptados por cada sector o industria. Los resultados de esta política se muestran en el siguiente cuadro:

Tabla 3. Política de Cuentas X Cobrar

	Año	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	PROM.
Disponible		33.22	40.85	44.85	49.58	66.48	57.08	58.45	61.98	
Cuentas por cobrar CxC		164.62	181.08	184.23	198.04	209.38	204.05	171.72	130.65	
<b>Política Cuentas por Cobrar</b>		<b>73.24%</b>	<b>69.83%</b>	<b>66.90%</b>	<b>69.40%</b>	<b>68.45%</b>	<b>51.31%</b>	<b>43.02%</b>	<b>31.47%</b>	<b>57.20%</b>

**Fuente:** Cálculos de los Autores con base en datos de la agencia TCI Estrellas Ltda.

### Proporción de utilidades repartidas.

Los ingresos de la Agencia es el margen de intermediación que se basa en las comisiones que están establecidas con cada uno de los proveedores, adicionalmente la agencia cobra a los clientes un porcentaje equivalente al 10% del total del evento, por la coordinación logística general, cuando este es grande y su duración es superior a 5 días.

Las utilidades de la agencia son empleadas para el crecimiento del negocio, y la representación a nivel nacional e internacional del mismo. Los socios obtienen sus ganancias a través del pago de sus gastos que son registrados en varios rubros como: gastos de viaje, de personal y diversos. Por lo tanto los resultados de la política de dividendos es cero (0) como se observa en la siguiente tabla:

Tabla4. Proporción de Utilidades Repartidas

	Año	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	PROM.
Utilidad Acumulada		40.97	48.50	57.07	66.29	74.46	83.25	100.38	109.42	
Utilidad neta		7.53	8.57	9.22	8.18	8.79	17.12	9.05	110.64	
Dividendos. $D_n - 1 = R_{Nn-1} - R_{Nn} + N_{in}$			0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
<b>Proporción de utilidades Repartidas</b>			0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	<b>0.00%</b>

**Fuente:** Cálculos de los Autores con base en datos de la agencia TCI Estrellas Ltda

### Política Proveedores

Los principales proveedores TCI son: las agencias de transporte (OAT y la Alianza), los hoteles, aerolíneas, Copyeventos, Grupos musicales: Jose Barragán, los Hijos del Sol, Ekobios, entre otros, con los cuales se mantienen convenios tanto de tarifas como de pago de servicios; esto depende del tipo de cliente y la magnitud del evento que realice TCI Estrellas. Por ejemplo: Para congresos como ANDESCO donde participan alrededor de 2.000 personas TCI establece políticas

de pago con el cliente de la siguiente forma: anticipo 50 % antes de iniciar el evento y el saldo restante a 15 días, a su vez realiza convenios de pago con el proveedor de la siguiente forma: 50% al iniciar el evento y el saldo restante a 20 días. En el caso de Venta de Tiquetes Aéreos las políticas de pago son diferentes debido a que los tiquetes se venden con compra inmediata y solamente se otorgan créditos a los clientes preferenciales.

La política de pagos de TCI Estrellas para proveedores es alrededor de 8.28% con respecto a los gastos operacionales (se calculó con respecto a los gastos operacionales por ser TCI una empresa de servicios), pero esta se puede ver afectada por contratiempos como la disminución del personal esperado para el evento o el incumplimiento del Cliente TCI.

Desde el año 2001 los proveedores de TCI han aumentado debido al incremento de los congresos, y a su vez los clientes son más exigentes con el servicio que desean de los proveedores. En promedio el pago de proveedores se maneja así:

Tabla5. Política de Proveedores

	Año	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	PROM.
Proveedores Nacionales		11.50	13.80	16.85	19.85	25.27	27.80	22.85	25.28	
Total Gastos Operacionales de Administración		179.34	203.14	217.13	245.65	257.33	332.16	324.96	211.10	
<b>Política Proveedores</b>		<b>6.41%</b>	<b>6.79%</b>	<b>7.76%</b>	<b>8.08%</b>	<b>9.82%</b>	<b>8.37%</b>	<b>7.03%</b>	<b>11.98%</b>	<b>8.28%</b>

**Fuente:** Cálculos de los Autores con base en datos de la agencia TCI Estrellas Ltda.

### Política Obligaciones Laborales

En la política de obligaciones laborales se encuentra relacionada las partidas de Gastos Personales del Estado de Resultados y las obligaciones laborales del Balance General. La empresa tiene contratada 9 personas a término indefinido, cuyos salarios para el año 2008 están distribuidos de la siguiente manera:

Tabla 6. Salarios 2008 TCI Estrellas Ltda.

<b>Salarios TCI Estrellas Ltda. Año 2008</b>	
Contador	\$ 700.000
Directora Comercial	\$ 1.500.000
Director de Congreso	\$ 1.500.000
Asesora de Viajes 1	\$ 600.000
Asesora de Viajes 2	\$ 600.000
Asesora de Turismo receptivo	\$ 461.500
Recepción	\$461.500
Auxiliar Servicios Generales	\$461.500
Mensajero	\$461.500

**Fuente:** Cálculos de los Autores con base en datos de la agencia TCI Estrellas Ltda.

En cuanto a la política de pago de salarios al personal fijo de TCI Estrellas, en promedio el 6,57% comprende el porcentaje que TCI Estrellas debe a los trabajadores y extrabajadores como salarios por pagar, cesantías consolidadas,

primas de servicios o indemnizaciones. Los resultados de esta política se pueden observar en la siguiente tabla:

Tabla 7. Política de Obligaciones Laborales

	Año	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	PROM.
Obligaciones laborales		3.86	4.58	4.88	5.88	4.55	5.46	2.95	2.13	
Gastos de Personal		46.20	57.40	61.68	66.69	67.89	88.26	78.25	75.47	
Política Obligaciones Laborales		8.35%	7.98%	7.90%	8.81%	6.70%	6.19%	3.77%	2.82%	6.57%

**Fuente:** Cálculos de los Autores con base en datos de la agencia TCI Estrellas Ltda.

## 4.2 Variables externas

Para realizar una proyección financiera, es necesario tener información acorde con lo que pasa en el entorno por lo tanto, “se debe investigar qué tipo de variables se deben incluir en el modelo y que valores tienen esas variables”<sup>7</sup>. Las variables macroeconómicas de años históricos utilizadas y sus valores son observadas en la siguiente tabla:

Tabla 8. Variables Macroeconómicas

	Año	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Inflación		7.65%	6.99%	6.49%	5.50%	4.85%	4.48%	5.69%	7.15%
Rf		5.00%	8.22%	8.40%	7.95%	6.50%	7.94%	10,20%	10,24%

**Fuente:** Cálculos de los Autores con base en datos de la agencia TCI Estrellas Ltda.

Esta información fue adquirida en el informe anual de proyecciones macroeconómicas del Grupo Bancolombia.

<sup>7</sup> VELEZ PAREJA, Ignacio. Decisiones de Inversión. Capítulo 5: Proyección de datos para la construcción de Estados Financieros. 5.2 Actividades Preliminares

### **4.3 Aumento real y nominal**

Para el cálculo de los aumentos nominales y reales de cada variable fue utilizada la Relación planteada por el economista Irving Fisher.

#### Ventas Totales y Cantidad de servicios prestados

Este supuesto fue calculado a partir del promedio de cantidades de servicios prestados y las comisiones ganadas anualmente por la organización de los congresos. El aumento real de las ventas totales registra un promedio del 5,54%. Cabe resaltar que para TCI Estrellas Ltda. “no es relevante ganar por cada venta realizada sino por los paquetes realizados” sostuvo la gerente de TCI Estrellas; ya que el objetivo de ellos es otorgar planes con todo incluido a los diferentes clientes, los cuales si dan ingresos reales, por lo tanto, no fue realizado el cálculo del precio de venta.

La empresa maneja un sistema contable llamado Cavat en el cual se llevan todos los registros de la cantidad y el tipo de servicio prestado. El sistema arroja un promedio de tiquetes vendidos y eventos realizados en el año. A lo largo de estos 8 años la cantidad de servicios prestados muestra un aumento considerable pasando de un promedio de 120 servicios prestados en el 2001 a 170 en el 2008, lo cual, arroja un incremento real del 5,57%. Los resultados y los rubros relacionados de esta política se encuentran en las siguientes tablas:

Tabla 9. Ventas Totales y Cantidad De Servicios Prestados por TCI Estrellas

	Año	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Cantidad de Servicios prestados		120	110	140	150	150	160	170	170
Comisiones T/T ALM y Congresos		224.79	259.32	275.37	285.37	305.89	397.66	399.20	415.13

**Fuente:** Cálculos de los Autores con base en datos de la agencia TCI Estrellas Ltda.

Tabla 10. Aumento Real - Ventas Totales y Cantidad de Servicios Prestados por TCI Estrellas

		01-02	02-03	03-04	04-05	05-06	06-07	07-08	PROM
Aumento real en ventas totales		7.83%	-0.29%	-1.77%	2.24%	24.43%	-5.02%	-2.95%	5.54%
Aumento real servicios prestados		-8.33%	27.27%	7.14%	0.00%	6.67%	6.25%	0.00%	5.57%

**Fuente:** Cálculos de los Autores con base en datos de la agencia TCI Estrellas Ltda.

### Incremento Real en Gastos Operacionales Administrativos

Este rubro está compuesto por Servicios Públicos, Arrendamiento, Gastos de mantenimiento, viajes, entre otros, incluyendo los gastos de personal. Para una mejor proyección, se analizó el incremento real de cada una de las subcuentas que componen dicho rubro. En este análisis no se tuvo en cuenta a los Gastos de Depreciación ya que este rubro tiene un trato muy diferente por su naturaleza. Las subcuentas analizadas son las siguientes:

La subcuenta Gastos de Personal es una de las partidas de gastos principales de la empresa, la cual, representa el 27.05% del total de los Gastos Operacionales de Administración. Históricamente en un promedio del 8,21% fue el aumento real de Gasto de nómina.

Para la realización de los eventos, TCI Estrellas contrata fuera del personal de planta, más de 30 personas para la logística de los eventos, esta contratación se

realiza por prestación de servicios. Para el cálculo no se tuvo en cuenta los años 2005, 2006, 2007 y 2008 por ser años con mayores variaciones con respecto a los otros años, esta hipótesis fue confirmada por la Gerente y el Contador de la empresa que consideraron que este rubro tuvo un comportamiento diferente al que se venía presentando en años anteriores. En promedio histórico, el aumento real de honorarios es del 2.48%.

El impuesto de Turismo está contemplado en la ley 300 de 1996. Igualmente, la empresa tiene obligaciones de pago con el **CICAVB** (Convention & Visitors Bureau), por estar vinculado a todas las estrategias de promoción y mercadeo que le ofrece esta corporación. El incremento real, entre los años 2001 a 2008 ha sido del 19,84%, teniendo en cuenta que ha tenido un comportamiento muy variable a lo largo de los años estudiados, por lo tanto, para el cálculo no se tuvo en cuenta los años 2003 y 2008.

TCI Estrellas Ltda. observó la necesidad de crear una sucursal desde el año 2000 en la ciudad de Bogotá para una mejor una atención de sus clientes. El incremento real de los gastos en arrendamiento tuvo un promedio histórico del 10,82%.

La empresa maneja póliza de seguro cada vez que realiza un contrato de servicios con el cliente, para protegerse ante terceros, además posee una póliza de seguros en caso de incendios en su sede principal que cubre el local y los equipos de oficina. En promedio, el incremento real de Gastos de Seguros fue del 9.79%.

El incremento real de Gastos de viajes fue del 8.05% desde el año 2001 hasta el 2008, debido a que TCI Estrellas decidió participar en ferias nacionales que se

realizan con el fin de promover los destinos turísticos del país. Para el periodo del 2007 al 2008 se observa una disminución del 88,59% en este rubro debido a que la agencia busco un acercamiento con los clientes locales.

En el análisis del rubro Gastos Legales se puede observar que TCI presentó comportamientos diversos debido a el manejo jurídico de la empresa, se observa una disminución debido a que la empresa unifico un contrato de servicios con clausulas legales para todos sus clientes y de esta forma evitar el gasto de un asesor jurídico por contrato; para el periodo del 05-06 se observa una aumento de este rubro debido a un conflicto legal que presentó la empresa con el hotel Almirante Cartagena Estelar por un error en la liquidación de comisiones hoteleras.

Debido a la variabilidad en los resultados del análisis, se tomó como dato histórico para la proyección el periodo del 2003.

En el rubro Otros Gastos, la empresa registra todos los gastos que no pertenecen a la operación fundamental de la empresa, tampoco son considerados gastos financieros, faltantes o de años anteriores. En TCI Estrellas Ltda. son considerados como otros gastos, los pagos por concepto de parqueo de los automóviles de empleados y clientes, capacitaciones, compra de materiales decorativos para la agencia y las donaciones que realiza la agencia a la Fundación Niños de Papel y niños de escasos recursos. En promedio la agencia ha tenido un aumento real del 7,00% del periodo 2001 hasta el 2008.

En el Anexo A se observan los cálculos del análisis anterior.

#### **4.4 Otros Datos**

Los Datos históricos descritos a continuación tienen un cálculo especial. En esta sección se analizaron datos como la inversión en activos fijos, las primas de riesgo, tasas de interés, entre otros.

##### Inversión en activos fijos

Para TCI Estrellas Ltda., la inversión en activos fijos no es un rubro importante dentro de la operación principal de la empresa, por ser una empresa de servicios. La inversión en activos fijos está representada en el balance general en tres rubros:

Construcciones y Edificaciones: Compra de un local en el centro comercial Bocagrande, luego fue vendido y desde hace unos meses se compro un nuevo local en la Carrera Tercera de Bocagrande.

Equipos de Oficina: Cada tres años realizan inversión en equipo mobiliario, mecánico y electrónico para el desarrollo de sus operaciones.

Equipos de computación y comunicación: De acuerdo al tiempo de depreciación, la empresa invierte en este tipo de propiedades para el desarrollo de planes de sistematización y comunicación.

##### Depreciación

El método a utilizar para la proyección de este rubro es el de línea recta. Hay que tener en cuenta que los años de depreciación para construcciones y edificaciones es de 20 años, Equipos de computación 3 años y por último, Equipos de oficina 10

años. La depreciación en línea recta supone que el valor en libros del activo fijo disminuye linealmente con el tiempo.

Los supuestos utilizados para la proyección de este rubro fueron los siguientes:

- La inversión en nuevos activos será la depreciación del mismo activo.
- Para la tabla de depreciación se toma como inversión el año inicial del activo.

#### Tasa de interés real

La tasa de interés real fue calculada a partir de la tasa libre de riesgo histórico y la inflación de los años estudiados en este proyecto. En promedio la tasa de interés real es del 2.17% en años históricos.

#### Tasa de interés pagado y Prima de riesgo de la deuda

La tasa de interés pagado es igual a la relación existente entre la deuda del año anterior y el pago de intereses al año siguiente. El promedio de tasa de interés pagado por TCI Estrellas Ltda. es del 29.41%.

La prima de riesgo de la deuda es igual a la tasa de interés pagado menos la tasa libre de riesgo. En promedio TCI Estrellas paga una tasa del 20.92% sin riesgo.

### Tasa de Interés recibido y prima de riesgo en inversiones de corto plazo

La tasa de interés recibido es igual a las inversiones temporales realizadas en el año anterior y el beneficio al año siguiente. En promedio la empresa ha recibido en intereses por inversiones a corto plazo un porcentaje del 1.40%

La Prima de Riesgo en Inversiones de Corto Plazo es el rendimiento adicional esperado en una inversión por aceptar el riesgo inherente a ella, en contraposición de otra inversión. En promedio esta se encuentra en -7.10%

### Pago de Impuestos

La empresa está obligada a pagar ICA, Retefuente, IVA, y licencia de funcionamiento respectivas.

Los resultados obtenidos en cada uno de los análisis se encuentran en el Anexo B.

## 5. PROYECCION DE ESTADOS FINANCIEROS

La proyección de estados financieros o también llamados estados Pro forma, es una herramienta utilizada para conocer a futuro como se terminara el año para efectos fiscales en cuanto a ingresos y gastos, conocer las necesidades de financiamiento externo en determinado periodo y así poder tomar decisiones gerenciales. Además, los estados financieros son proyectados para construir los flujos de caja y posteriormente realizar la valoración de TCI Estrellas Ltda.

El modelo utilizado para la realización de las proyecciones de TCI Estrellas Ltda., fue el aprendido en el modulo de proyección y valoración de empresas del Profesor Ignacio Vélez Pareja, del minor de finanzas, el cual, muestra la manera de armar estados financieros proyectados a partir de supuesto y variables de entrada analizados en el ítem anterior.

Los estados financieros proyectados son: Estado de Resultados, Balance General y Flujo de Tesorería.

El Estado de Resultados busca determinar la utilidad que produce una firma o un proyecto, es decir, el estado de resultados muestra tres grupos ingresos, costos y gastos. El Balance General mide la riqueza de una empresa en un instante y se rige por el principio de partida doble<sup>8</sup> es decir, el balance general lo conforma el grupo de los activos, los pasivos y el patrimonio. Por ultimo el flujo de Tesorería demuestra la cantidad de dinero en efectivo<sup>9</sup> que se espera tener en el futuro<sup>9</sup> .

---

<sup>8</sup> VELEZ PAREJA, Ignacio. Decisiones de Inversión. Cap 6 Proyección de Estados Financieros.

<sup>9</sup> *Ibíd.*

Este último estado financiero se puede catalogar como el más importante pues permite realizar un análisis más a fondo de la situación de la empresa con respecto al cumplimiento de sus obligaciones y sus proyectos de inversión y expansión.

Cada uno de estos estados financieros están correlacionados pues cada aumento o disminución en alguno de ellos refleja automáticamente un aumento o una disminución en otro de los estados financieros, por ejemplo, si se vende un activo tiene que generar ingresos esto se verá reflejado en el estado de resultados, un pago de una obligación laboral del flujo de tesorería genera un aumento en los gastos que compone el estado de resultados, si se acepta un préstamo esto generaría una obligación como pasivo o también pedirlo a crédito que también afectaría la misma cuenta la relación de cómo fluye el dinero en la empresa afectaría directamente al Flujo de tesorería.

Hay que tener en cuenta que con esto no se asegura que los resultados obtenidos son los óptimos pues siempre existe la variable incertidumbre y es por medio del conocimiento de las personas que llevan a cabo el manejo de la información necesaria para realizar la valoración de una empresa que se busca reducir el riesgo de obtener resultados errados. A continuación, se observa una descripción detallada de cada una de las proyecciones de los Estados Financieros.

## **5.1 Estado de Resultados**

Para una mejor comprensión del análisis, en el Anexo C se observa el Estado de Resultados:

Para la proyección de las comisiones por congresos realizados, se realizó el cálculo a partir del incremento histórico que ha tenido la empresa en ventas y el aumento en el volumen de ventas.

A partir del porcentaje en las ventas con relación a las devoluciones y descuentos históricos de la empresa, luego, el porcentaje promediado se multiplico por las ventas proyectadas para terminar el cálculo.

La relación Fisher fue el método empleado para la proyección de los Gastos Operacionales de la empresa, los cuales, tienen un comportamiento ascendente, sin embargo, para una mejor proyección de la cuenta Gastos Diversos fue tomado en cuenta el aumento real histórico mas bajo dentro de los estudiados; las cuentas Gasto en Impuesto de Turismo y Gasto en Contribuciones y afiliaciones tuvieron un calculo diferente por su naturaleza y fueron calculadas a partir de relación existente con las Ventas proyectadas de la agencia.

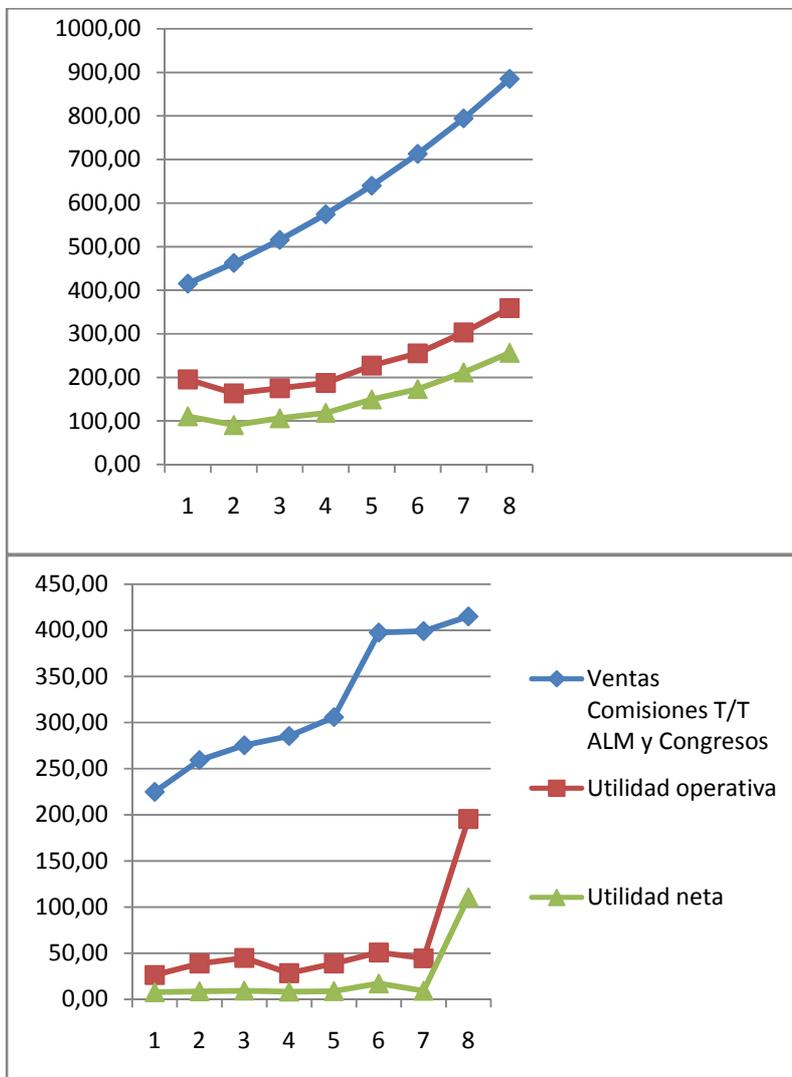
Los ingresos no operacionales financieros, fueron calculados a partir del resultado que registró el Rendimiento de las Inversiones Temporales en el Flujo de Tesorería, y la subcuenta Diversos fue calculada a partir de la Relación Fisher. Por su naturaleza no se proyecto el rubro Utilidad por Inflación.

Los gastos financieros equivalen al producto de la tasa de interés (calculados a partir de la prima de riesgo y la tasa libre de riesgo) y los préstamos a corto y largo plazo. En el grupo de los Gastos No Operacionales no se tuvo en cuenta los

extraordinarios y diversos, por razones explicadas en el capítulo anterior, “Datos de Entrada para la Proyección”.

En el siguiente gráfico se muestra la tendencia creciente de las ventas, la utilidad bruta y la utilidad neta, cuyos últimos dos rubros tienen un crecimiento más razonable con respecto a los mismos rubros históricos.

Grafica 6. Relación Ventas - Utilidad Operativa – Utilidad Neta Proyectado e histórico



Fuente: Cálculos de los Autores con base en datos de la agencia TCI Estrellas Ltda.

## **5.2 Balance General**

Para una mejor comprensión, en el Anexo D se observa el balance general proforma del periodo estudiado. Es de mera importancia para la efectividad en el resultado, tener en cuenta la ecuación contable Activo = Pasivo + Patrimonio.

Los Activos Corrientes, son conformados por los rubros de Disponible, Deudores e Inversiones. En el caso del rubro Disponible, se realizó la proyección a partir de la Política Mínima de Caja que a su vez debe ser igual al saldo neto acumulado del Flujo de Tesorería; en cuanto a Deudores el cálculo fue realizado a partir de la Política de Cuentas por cobrar; por último, las Inversiones se proyectaron con base a los resultado arrojados por la proyección del flujo de Tesorería en las Transacciones Discrecionales de la empresa.

Los Activos Fijos o No Corrientes están conformados por la propiedad, planta y equipo de la empresa. Para la proyección de los Activos fijos de TCI estrellas Ltda. se tuvo en cuenta la formula Activo fijo- Activo fijo nuevo + depreciación para la realización de las tablas mostradas en los anexos.

El pasivo Corriente de la empresa pasa de \$78.42 en el 2008 a \$197.67 en el 2015. Este comportamiento se presenta debido a que la empresa terminaría de pagar sus obligaciones financieras a corto plazo y por ende, ya no tendrá deuda financiera a corto plazo hacia el año 2009, teniendo solamente como deuda. No

obstante, la cuenta proveedores fue calculada a partir de la Política de Proveedores explicada anteriormente.

Las obligaciones laborales, fueron calculadas a partir de la Política de Obligaciones Laborales, calculadas en base a la relación existente entre los Gastos de Personal, del estado de resultados y las obligaciones laborales del balance general.

Las retenciones y aportes de nomina se calcularon a partir del promedio de la relación entre los honorarios y aportes en los históricos estudiados, luego esta cuenta tuvo el mismo tratamiento que el rubro devoluciones y descuentos para el cálculo de la proyección.

En síntesis, el pasivo total disminuirá hasta el año 2014 (\$110.06 millones), y a partir del 2015 el pasivo presenta un leve aumento de \$114.54 millones, por el aumento de proveedores nacionales a partir de dicho año (\$56.26 millones).

El Patrimonio aumenta por el crecimiento de las utilidades acumuladas y el capital, y por la inversión de capital explicada mas adelante en el Flujo de Tesorería. A partir del 2006 el monto de la revalorización del patrimonio es constante ya que no existe corrección monetaria y este valor solo es tomado en cuenta en libros.

El total de Deuda y patrimonio es el 100% del total de Activos, cumpliendo con la ecuación contable.

### **5.3 Flujo de Tesorería**

Los resultados obtenidos en el Flujo de Tesorería proyectado se observan en el Anexo E.

Las ventas registradas en este estado financiero son las entradas de dicho año en efectivo, es decir, el recaudo de deudores del año anterior y las ventas de contado del año presente.

Los pagos operativos de la empresa están conformados por los gastos operacionales, obligaciones laborales, proveedores, retenciones y aportes de nomina, devoluciones y descuentos, estos pagos se realizan en el mismo momento que se causan.

Otro de los pagos operativos de la empresa es el Impuesto de renta, el cual, es pagado al año siguiente de haber sido causado dicho impuesto.

En cuanto a las actividades de financiación, la empresa tiene ingreso de efectivo por préstamos a un año y a siete años. Igualmente, TCI tiene un acuerdo con el Departamento de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN) de la financiación de impuestos que la empresa no pago oportunamente. TCI terminaría de pagar su obligación financiera a largo plazo hacia el año 2011 y el préstamo a corto plazo hasta el año 2010, esto puede verse reflejado en el Balance General.

En todos los periodos estudiados el saldo neto de la financiación cubre las actividades operativas y de inversión de la empresa.

El patrimonio invertido se obtiene a través del porcentaje de déficit cubierto con deuda el cual es el 30% y se destina al pago del préstamo a largo plazo.

Las transacciones discrecionales están conformadas por la recuperación de inversiones temporales, el rendimiento y las inversiones temporales de los años proyectados. A pesar del saldo negativo en las transacciones discrecionales, el saldo neto de caja del año arroja resultados positivos en los periodos estudiados, el cual, gracias al ingreso de efectivo por medio de inversión en activos, financiación e inversión de patrimonio la empresa podrá sostener su liquidez, por consiguiente el saldo neto de caja acumulado registra un comportamiento ascendente, teniendo en caja y bancos \$57,08 millones en el 2006 y \$142.35 millones en el 2012.

## 6. COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL

Los recursos que usa la firma provienen de dos fuentes: los dueños del patrimonio o los accionistas y los tenedores de la deuda.<sup>10</sup> El costo promedio de capital es el porcentaje que le cuesta a una empresa la financiación por medio de las dos fuentes anteriormente mencionadas, teniendo en cuenta la estructura de capital y las tasas impositivas vigentes. Es importante resaltar que el costo promedio ponderado de capital es uno de los temas más aplicativos en las empresas para la determinación de toma de decisiones, ya sea en evaluación de los proyectos y/o valoración de empresas, el objetivo es traer a valor presente los flujos de caja libre futuros de la empresa en evaluación.

En la mayoría de los libros el cálculo del WACC es realizado con la siguiente fórmula:  $WACC = Wd * Kd(1-t) + Ws * Ks$ , sin embargo, en el trabajo se propone además de la anterior fórmula, el WACC antes de impuestos, el cual, es calculado de la siguiente forma:  $WACC = Ku - Alt/Vt - 1$ .

El cálculo del WACC, es realizado a una pequeña empresa, la cual, no cotiza en bolsa por lo que es necesario hacer ciertos ajustes en lo que concierne a la variable medida de riesgo o como es conocido Coeficiente  $\beta$  (beta) de la empresa. El coeficiente  $\beta$  "es la medida de volatilidad de un activo relativa a la variabilidad del mercado"<sup>11</sup>. Es importante explicar que para el cálculo del

---

<sup>10</sup> VELEZ PAREJA, Ignacio, Decisiones de Inversión; Capítulo 8: La tasa de descuento: el costo promedio ponderado de capital.

<sup>11</sup> Tomado de Wikipedia,. Categoría Finanzas: Beta. [http://es.wikipedia.org/wiki/Beta\\_\(finanzas\)](http://es.wikipedia.org/wiki/Beta_(finanzas))

coeficiente se tomaran datos de empresas pertenecientes al mercado de capitales que puedan tener relación con la naturaleza del negocio de TCI Estrellas Ltda. En este caso fue implementado el estudio realizado por el Profesor Edison Caicedo<sup>12</sup>, el cual, analiza los betas de empresas del sector de servicios en hotelería y turismo.

Para el cálculo de los WACC, fue implementada la alternativa propuesta en el apéndice 8.2: Calculo del valor cuando se tiene un endeudamiento constate del libro Decisiones de Inversión, en la cual, se emplea una tabla, donde paso a paso se realizan los cálculos<sup>13</sup>.

Los resultados obtenidos en el cálculo del costo de capital se observan a continuación:

Tabla 11. Costo promedio ponderado de capital después de impuestos

Cálculo del CPPC	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
FCL		46,65	99,81	105,72	142,27	157,99	199,65	244,46
(1) Valor en t=VP(FCL a WACC)	427,72	467,06	463,69	454,18	406,50	333,31	203,01	
Deuda								
(2) Peso relativo de la deuda D%		23,64%	15,59%	13,46%	11,78%	11,28%	11,79%	16,60%
(3) Costo de la deuda después de impuestos $K_d(1-T)$		18,71%	18,02%	17,56%	17,46%	17,36%	17,36%	17,36%
(4) Contribución de la deuda al costo de capital		4,42%	2,81%	2,36%	2,06%	1,96%	2,05%	2,88%
Patrimonio (equity)								
(5) Peso relativo del patrimonio P%		76,36%	84,41%	86,54%	88,22%	88,72%	88,21%	83,40%
(6) $K_e = K_u + (K_u - K_d)D\%t - 1/P\%t - 1$		20,53%	21,13%	21,25%	21,27%	21,31%	21,27%	21,03%
(7) Contribución del patrimonio al costo de capital		15,68%	17,84%	18,39%	18,77%	18,90%	18,76%	17,54%
(8) WACC después de impuestos		20,10%	20,65%	20,75%	20,82%	20,86%	20,81%	20,42%

**Fuente:** Cálculos de los Autores con base en el ejemplo paso a paso Apéndice 8.2.

<sup>12</sup> Caicedo, Edison; Betas apalancados y no apalancados según sectores Colombia 2005. Estos datos fueron implementados en el trabajo de grado debido a que los datos fueron publicados a partir del año 2006.

<sup>13</sup> El apéndice 8.2 Capítulo 8: La tasa de descuento: El costo promedio de capital. Decisiones de Inversión. Ignacio Vélez Pareja.

Para la realización del Costo Promedio de Capital Ponderado después de impuestos, se tuvo en cuenta ajustar a valor presente el flujo de caja libre para luego realizar los respectivos cálculos de la contribución al costo de la deuda y el patrimonio.

La ponderación de la deuda fue calculada a partir de la relación entre el saldo de la deuda y el Valor Presente Ajustado del Flujo de Caja Libre para cada periodo proyectado. En la tabla se observa, la utilización del costo del patrimonio con deuda ( $k_e$ ), la cual, está dada por la siguiente fórmula:  $k_e = k_u + (k_u - k_d)Dt-1/Pt-1$ . Hay que tener en cuenta que el Costo del patrimonio sin deuda,  $k_u$ , «es la tasa de descuento para los ahorros en impuestos»<sup>14</sup>.

En la siguiente tabla se observan los resultados del cálculo del Costo Promedio Ponderado de Capital antes de impuestos.

Tabla 12. Costo promedio ponderado antes de impuestos

CPPC = $k_u - Alt/Vt-1$	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
FCL		46,65	99,81	105,72	142,27	157,99	199,65	1376,55
(1) Valor	709,20	811,59	884,41	967,40	1032,09	1095,76	1132,10	
(2) CPPC = $k_u - Alt/Vt-1$		21.01%	21.27%	21.33%	21.39%	21.47%	21.53%	21.59%

**Fuente:** Cálculos de los Autores con base en el ejemplo paso a paso Apéndice 8.2

En la Tabla 11 se observó que el cálculo del WACC se realizaba según los siguientes supuestos:

- El impuesto se pagaba en el mismo año que se causa.
- Los ahorros en impuestos se obtienen en su totalidad.

<sup>14</sup> *Ibíd.*

- No hay otras fuentes en ahorros en impuestos (...) como ajustes financieros por inflación.<sup>15</sup>

Estos supuestos rara vez se cumplen, sobre todo en pequeñas empresas como lo es TCI Estrellas que paga sus impuestos al año siguiente de su causación, tiene cuentas por saldo a favor y tiene ajustes financieros por inflación. Por lo tanto, se realiza este cálculo mediante la fórmula  $WACC = Ku_t - \frac{AI_t}{V_{t-1}}$ , donde, es igual a la diferencia existente entre el costo del patrimonio sin deuda y la relación entre el ahorro en impuestos del periodo presente y el valor de mercado del periodo siguiente.

---

<sup>15</sup> Tomado de Decisiones de Inversión para la valoración financiera de proyectos y empresas. Ignacio Vlez Pareja. Apéndice A 8.1.2 Ahorro en Impuestos.

## 7. VALORACION

El objetivo de una buena gerencia es incrementar al máximo el valor de la firma y a partir de allí, repartir de forma equitativa la riqueza entre todos los interesados: accionistas, trabajadores, el Estado, los clientes, los acreedores, los proveedores... En general la sociedad. Por lo tanto es una obligación de la gerencia tomar decisiones adecuadas que contribuyan a ese objetivo.

Para la realización de la valoración de TCI Estrellas se tuvo en cuenta el VPA (Valor Presente Ajustado) el cual, “consiste en utilizar la ecuación básica de conservación de los flujos y descontar sus elementos a las tasas correspondientes para encontrar el valor de la firma”<sup>16</sup>.

En la tabla 13 se observa el procedimiento para hallar los valores de los distintos flujos de caja, su valor presente ajustado y por último el valor de la firma y el valor del patrimonio.

Tabla 13. Flujos de caja (deuda, capital y Libre)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Aporte de los socios P	503.07							
Valor inicial de la inversión	604.19							
Flujo de caja del accionista FCA		-0.77	11.76	39.89	50.65	47.57	50.13	48.60
Saldo de la deuda al final del período D	101.12	111.86	73.87	63.32	54.27	46.52	39.87	34.18
Pago de capital (saldo anterior - saldo actual)		-10.74	37.99	10.55	9.05	7.75	6.65	5.70
Pagos de interés		30.53	32.59	21.00	17.90	15.26	13.08	11.21
Ahorros en impuestos AI (Tax shield) = T ´		10.69	11.41	7.35	6.26	5.34	4.58	3.92

<sup>16</sup> Ibíd

intereses								
Flujo de caja de la deuda FCD		19.79	70.58	31.56	26.94	23.01	19.72	16.91

Flujo de Caja de Capital (FCC) = FCD + FCA		19.02	82.34	71.45	77.59	70.58	69.86	65.50
Ku		22.15%	22.15%	22.15%	22.15%	22.15%	22.15%	22.15%
VP(FCC)	144.81	157.86	110.49	63.52	57.78	57.19	53.62	

FCL = FCD + FCA - AI		8.34	70.94	64.09	71.33	65.24	65.28	61.58
----------------------	--	------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

FCC = FCL + AI		19.02	82.34	71.45	77.59	70.58	69.86	65.50
----------------	--	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

VPN ajustado (APV)								
VP(FCL a Ku)	180.38	212.00	188.03	165.58	130.94	94.71	50.41	
VP(AI a Ku)	27.55	22.96	16.65	12.98	9.59	6.38	3.21	
VP ajustado= VP(FCL a Ku) + VP(AI a Ku)	207.93	234.96	204.67	178.57	140.53	101.09	53.62	

**Fuente:** Cálculos de los Autores con base en el ejemplo paso a paso Apéndice 8.2

El flujo de caja del accionista (FCA) fue generado a partir del aporte de los socios al patrimonio registrado en el flujo de tesorería. El flujo de caja de la deuda (FCD) es igual al total pagado por la empresa en capital y en intereses. El flujo de caja de capital (FCC), debe ser igual al Flujo de Caja del accionista y al Flujo de caja de la deuda, o al Flujo de Caja Libre más los ahorros en impuestos.

Los intereses de la deuda siempre van a generar un ahorro en impuestos, por lo que (AI) es igual al resultado de multiplicar los intereses generados por el porcentaje de impuestos.

El flujo de caja libre se refiere al saldo disponible para el pago de los dueños y el cubrimiento de la deuda, por consiguiente, el (FCL) es igual al total del Flujo de Caja de la Deuda y del Accionista menos el ahorro en impuestos.

Tabla 14. Valoración

Ku	Valor de la Firma	Valor del Patrimonio	Valor Terminal
22,45%	709,2	334,1614	1132,095

**Fuente:** Cálculos de los Autores con base en el ejemplo paso a paso Apéndice 8.2.

El valor de una empresa que no cotiza en bolsa, se refiere no solo al valor que generan sus activos, sino también los proyectos que tiene en curso y que generen oportunidades de crecimiento. El valor del Patrimonio es igual a los ingresos que los dueños esperan recibir en el futuro.

Tanto el valor de la firma como el valor del patrimonio fueron ajustados a valor presente. El valor de la firma fue descontado a partir del flujo de caja libre y el valor del patrimonio a partir del flujo de caja del accionista. Estos, fueron calculados a partir del ejemplo del apéndice 8.2 del libro Decisiones de Inversión.

El valor terminal se refiere “al valor presente de todos los flujos que ocurrirán más allá del último año de proyección explícita”<sup>17</sup>. Este fue calculado a partir del flujo de caja libre al siguiente periodo dividido por la tasa de descuento (WACC).

---

<sup>17</sup> Tomado del Libro, Decisiones de Inversión para la valoración financiera de proyectos y empresas. Cap. 9.2 El Valor Terminal

## **8. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES**

Se puede concluir que TCI Estrellas se ha mantenido en el mercado del turismo corporativo, a pesar de los altos gastos operacionales que tuvo en los periodos 2001 al 2006. Sin embargo, gracias a la reestructuración administrativa, financiera y contable que se aplicó para los periodos del 2007 en adelante la empresa logró disminuir los gastos, ser más eficientes y poder rescatar liquidez, disminuir el endeudamiento, y por ende aumentar su rentabilidad.

Igualmente se concluye que las proyecciones financieras son una herramienta indispensable para la toma de decisiones de cualquier empresa, se recomienda que TCI Estrellas siga teniendo esta herramienta financiera, aplicándola como referencia en la creación de estrategias, ya que de esta forma la empresa podrá disminuir el riesgo en la toma de decisiones erróneas como se observó en los años históricos donde TCI pudo desaparecer del mercado.

Se propone que si TCI en lugar de registrar el pago a los socios en la cuenta de gastos diversos, tuviera una política de dividendos el valor de la empresa aumentaría, al igual que el valor del patrimonio. Este escenario fue calculado a través de las herramientas de Excel y se definió como una política de dividendos del 25% y el aumento real de los Gastos Diversos 0%, siempre cuando se tome el promedio del Aumento Real de Gastos Diversos y no el porcentaje mínimo de dicho aumento, el resultado del valor de la firma fue de \$221.28 millones y del

valor del patrimonio \$128.59 millones. Igualmente, fueron realizados otros dos escenarios donde la política de dividendos equivalía a 25% y 80% respectivamente con base a cambiar del aumento real de Gastos Diversos del 2.28%, lo cual, arrojó como resultado que la empresa no podría tomar una política de dividendos con dicho porcentaje, ya que se disminuiría el valor de la firma y el valor del patrimonio. En el Anexo F se encuentran los escenarios descritos anteriormente.

Se sugiere que la empresa debería manejar un porcentaje de déficit cubierto con deuda menor al que manejan en estos momentos, esto se encuentra sustentado en el Anexo G; Cambio en el porcentaje de Déficit de deuda, en el cual se demuestra que a mayor porcentaje de deuda, menor valor tanto de la Firma como del patrimonio. Esto se debe, a que TCI ha presentado históricamente un porcentaje alto de costo de deuda, por encima del 25% anual.

## 9. BIBLIOGRAFIA

- Vélez Pareja, Ignacio. 2003. Decisiones empresariales bajo riesgo e incertidumbre, Editorial Norma.
- Ross, Westerfield, Jaffe. Finanzas Corporativas, Editorial Mc Graw Hill
- Plan Maestro Optimizado 2007, 2036 SEDAPAR S.A. Cap. 8; Proyección de Estados Financieros e Indicadores Financieros.
- Guarriaran Fernández, Ramón. Los problemas de Tesorería de las empresas. Revista Nueva Economía y empresa. Abril – Mayo 2001 No 791.
- Turismo en Colombia: Un sector de posibilidades. Ministerio de Comercio, Industria y Turismo, Viceministro de Desarrollo Empresarial, Dirección de Turismo, Informe Año 2003.
- Caicedo, Edinson. Betas apalancados y no apalancados según sectores Colombia 2005.
- Industria del Turismo en Colombia. Proexport Colombia. Informe 2008.
- Disponible en internet: Turismo Cartagena  
<http://www.turismocartagenadeindias.com>
- Disponible en internet: Bancolombia:  
<http://www.bancolombia/investigacioneseconomicas.com>

- Disponible en internet: Wikipedia:

<http://es.wikipedia.org/wiki/Beta/finanzas>

- Disponible en internet: Revista dinero:

[http://www.dinero.com/wf\\_InfoArticulo.aspx?IdArt=45345](http://www.dinero.com/wf_InfoArticulo.aspx?IdArt=45345)

- Disponible en internet: León García Oscar:

<http://www.oscarleongarcia.com>

## ANEXOS

### ANEXO A. Incremento Real en Gastos Operacionales Administrativos

	01-02	02-03	03-04	04-05	05-06	PROM.
Aumento nominal en Gastos de Personal	24,25%	7,45%	8,11%	1,81%	30,00%	
<b>Aumento real en gastos de Personal</b>	16,13%	0,90%	2,48%	-2,90%	24,43%	8,21%
Aumento nominal en Honorarios	-33,33%	13,16%	46,51%	-99,66%	16768%	
<b>Aumento real en Honorarios</b>	-37,69%	6,26%	38,87%	-99,68%	16045%	2,48%
Aumento nominal en arrendamiento	5,95%	-1,35%	5,71%	51,72%	20,00%	
<b>Aumento Real Arrendamiento</b>	-0,97%	-7,36%	0,20%	44,70%	14,85%	10,28%
Aumento nominal Seguros	-24,89%	12,90%	17,96%	14,15%	20,00%	
<b>Aumento Real Seguros</b>	-29,80%	6,02%	11,81%	8,87%	14,85%	2,35%
Aumento nominal Servicios	5,70%	3,80%	15,57%	3,74%	20,00%	
<b>Aumento real servicios</b>	-1,21%	-2,52%	9,55%	-1,05%	14,85%	3,92%
Aumento nominal Mantenimiento y Reparación	-23,19%	45,85%	10,21%	24,46%	20,00%	
<b>Aumento Real Mantenimiento y reparación</b>	-28,21%	36,96%	4,46%	18,70%	14,85%	9,36%
Aumento nominal Viajes	14,78%	8,03%	18,45%	1,32%	20,00%	
<b>Aumento Real Viajes</b>	7,28%	1,45%	12,27%	-3,37%	14,85%	6,50%
Aumento nominal Diversos	50,14%	6,00%	31,98%	7,24%	20,00%	
<b>Aumento Real Diversos</b>	40,33%	-0,46%	25,10%	2,28%	14,85%	2,28%
Aumento nominal Gastos Legales	-43,32%	11,11%	-21,15%	-10,93%	361,73%	
<b>Aumento Real Gastos Legales</b>	-47,03%	4,34%	-25,26%	-15,05%	341,93%	4,34%
Aumento nominal Otros Gastos	15,64%	8,78%	7,66%	13,10%	20,00%	
<b>Aumento real otros gastos</b>	8,09%	2,15%	2,05%	7,87%	14,85%	7,00%
Aumento nominal Ingresos No Operac.Fin. Diversos	52,15%	4,65%	73,09%	17,09%	-75,78%	
<b>Aumento real Ingresos no operacionales Diversos</b>	42,21%	-1,73%	64,06%	11,67%	-76,82%	7,88%

## ANEXO B. Otros Datos

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	PROM.
Tasa de interés real		1,15%	1,79%	2,32%	1,57%	3,31%	-5,38%	0,74%	1,81%
Inversión en activos fijos		39,19	34,03	34,73	7,04	8,65	29,20	146,32	
Gastos financieros (pago de intereses)	13,58	26,80	29,80	31,58	36,10	21,66	19,50	21,69	
Deuda (Obligaciones financieras a CP y LP)	52,10	88,82	99,80	110,72	126,19	128,15	89,34	101,12	
Tasa de interés pagado		51,44%	33,55%	31,65%	32,61%	17,17%	15,22%	24,28%	29,41%
Prima de riesgo de la deuda		43,22%	25,15%	23,70%	26,11%	9,23%	15,22%	16,34%	22,71%
Interés recibido	0,26	0,26	0,36	0,30	0,18	0,32	1,56	0,10	
Inversiones temporales	19,50	24,65	28,85	31,70	35,32	37,09	34,09	14,50	
Tasa de interés recibida		1,34%	1,44%	1,02%	0,57%	0,90%	4,21%	0,29%	1,40%
Prima de riesgo en inversiones de corto plazo		-6,88%	-6,96%	-6,93%	-5,93%	-7,04%	4,21%	-7,65%	-5,31%
Tasa de impuestos	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	
Devolución en las ventas	9%	7%	5%	4%	3%	4%	7%	2%	4,58%
Gasto Impuesto de turismo	1,19%	1,48%	0,94%	1,33%	1,43%	1,32%	1,40%	0,91%	1,25%
Gasto Contribuciones y Afiliaciones	2,53%	1,54%	1,49%	1,49%	1,91%	1,76%	2,47%	3,39%	2,07%

## ANEXO C. Estado de Resultados proyectado

### Estado de resultados

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Ventas Comisiones T/T ALM y Congresos</b>	415,13	462,54	515,37	574,22	639,80	712,86	794,27	884,97
Devoluciones y Descuentos	8,50	21,18	23,60	26,30	29,30	32,65	36,37	40,53
<b>Utilidad bruta</b>	406,63	441,36	491,76	547,92	610,49	680,21	757,89	844,44
<b>Gastos Operacionales de Administración</b>								
Gastos de Personal	75,47	86,22	97,52	109,58	122,93	137,72	154,28	172,83
Honorarios	2,78	6,82	7,30	7,77	8,26	8,76	9,29	9,86
Impuestos	3,78	5,78	6,44	7,18	8,00	8,91	9,93	11,06
Arrendamientos	2,35	2,74	3,18	3,66	4,20	4,82	5,53	6,35
Contribuciones y Afiliaciones	14,08	9,58	10,68	11,90	13,26	14,77	16,46	18,34
Seguros	0,40	0,46	0,07	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
Servicios	31,88	37,00	42,52	48,54	55,33	62,98	71,68	81,59
Mantenimiento y Reparaciones	3,85	4,83	5,99	7,39	9,09	11,18	13,74	16,90
Gastos de Viajes	5,22	5,96	6,73	7,55	8,46	9,46	10,58	11,84
Depreciación	13,80	55,49	67,45	82,88	73,43	79,85	69,79	55,65
Diversos	34,81	37,59	40,19	42,68	45,26	47,92	50,75	53,74
Legales	1,83	2,01	2,20	2,38	2,57	2,78	3,00	3,24
Otros Gastos	20,85	23,56	26,35	29,28	32,48	35,98	39,86	44,16
<b>Total Gastos Operacionales de Administración</b>	211,10	278,04	316,61	360,79	383,28	425,13	454,90	485,55
<b>Utilidad operativa</b>	195,54	163,32	175,15	187,14	227,22	255,08	302,99	358,89
<b>Ingresos no Operacionales</b>								
Financieros	0,10	0,11	0,00	-0,68	-1,43	-2,56	-3,85	-5,56
Diversos	6,75	8,91	11,87	15,93	21,40	28,80	38,75	52,14
Utilidad por Exp a la inflación	0,35							
<b>Total Ingresos No Operacionales</b>	7,19	9,02	11,87	15,25	19,97	26,23	34,90	46,59
<b>Gastos No Operacionales</b>								
Financieros	21,69	32,97	23,66	20,01	17,25	14,87	12,89	11,15
Extraordinarios	9,33							
Diversos	1,50							
<b>Total Gastos No Operacionales</b>	32,51	32,97	23,66	20,01	17,25	14,87	12,89	11,15
<b>Utilidad Antes de impuesto</b>	170,22	139,37	163,36	182,38	229,93	266,44	325,00	394,33
Impuesto de renta	59,58	48,78	57,17	63,83	80,48	93,25	113,75	138,02
<b>Utilidad neta</b>	110,64	90,59	106,18	118,55	149,46	173,18	211,25	256,32

## ANEXO D. Balance General proyectado

### Balance general

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Activos</b>								
Disponible	61,98	76,03	84,72	94,39	105,17	117,18	130,56	145,48
Deudores	130,65	264,56	294,78	328,44	365,95	407,74	454,30	506,18
Inversiones	14,50	0,00	67,60	143,09	256,16	385,06	555,04	768,37
<b>Total Activos corrientes</b>	<b>207,13</b>	<b>340,60</b>	<b>447,10</b>	<b>565,92</b>	<b>727,28</b>	<b>909,98</b>	<b>1.139,91</b>	<b>1.420,03</b>
Edificio y Construcciones	310,23	319,35	328,93	338,99	349,55	360,64	372,28	384,51
Equipos de Oficina	287,66	304,57	323,18	343,66	366,17	390,94	418,19	448,16
Equipos de Computación y com.	150,21	179,66	218,92	271,28	311,63	355,62	386,53	399,98
<b>Total Propiedad planta y equipo</b>	<b>748,10</b>	<b>803,59</b>	<b>871,04</b>	<b>953,92</b>	<b>1.027,36</b>	<b>1.107,21</b>	<b>1.177,00</b>	<b>1.232,65</b>
Depreciación acumulada	308,11	363,60	431,06	513,94	587,37	667,22	737,01	792,66
<b>Total de activos fijos netos</b>	<b>439,99</b>	<b>439,99</b>	<b>439,99</b>	<b>439,99</b>	<b>439,99</b>	<b>439,99</b>	<b>439,99</b>	<b>439,99</b>
<b>Total</b>	<b>647,12</b>	<b>780,58</b>	<b>887,08</b>	<b>1.005,91</b>	<b>1.167,27</b>	<b>1.349,97</b>	<b>1.579,89</b>	<b>1.860,01</b>
<b>Pasivos y patrimonio</b>								
Obligaciones Financieras	35,48	-	-	-	-	-	-	-
Proveedores Nacionales	25,28	18,43	20,63	23,01	25,66	28,59	31,89	35,60
Impuestos por pagar	13,43	61,31	68,81	74,58	90,33	102,21	121,81	145,18
Obligaciones laborales	2,13	5,66	6,40	7,20	8,07	9,04	10,13	11,35
Retenciones y Aportes de Nomina	2,09	3,84	4,12	4,38	4,66	4,94	5,24	5,56
<b>Total Pasivos corrientes</b>	<b>78,42</b>	<b>89,25</b>	<b>99,97</b>	<b>109,17</b>	<b>128,71</b>	<b>144,78</b>	<b>169,07</b>	<b>197,69</b>
Deuda largo plazo. Obligaciones Hipotecarias	65,63	72,82	62,42	53,50	45,86	39,31	33,69	28,88
<b>Pasivos totales</b>	<b>144,05</b>	<b>162,07</b>	<b>162,39</b>	<b>162,67</b>	<b>174,57</b>	<b>184,09</b>	<b>202,76</b>	<b>226,57</b>
Capital	62,00	86,85	86,85	86,85	86,85	86,85	86,85	86,85
Utilidad Acumulada	109,42	161,57	252,16	358,34	476,88	626,34	799,52	1.010,77
Utilidad del Ejercicio	52,14	90,59	106,18	118,55	149,46	173,18	211,25	256,32
Revalorización del patrimonio	279,50	279,50	279,50	279,50	279,50	279,50	279,50	279,50
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>647,12</b>	<b>780,58</b>	<b>887,08</b>	<b>1.005,91</b>	<b>1.167,27</b>	<b>1.349,97</b>	<b>1.579,89</b>	<b>1.860,01</b>
Check	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

## ANEXO E. Flujo de Tesorería proyectado

### FLUJO DE TESORERIA

Modulo 1: Actividades Operativas								
Ingresos de Caja	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Total de ingresos Operacionales		328,63	485,15	540,56	602,29	671,07	747,70	833,09
Otros		8,91	11,87	15,93	21,40	28,80	38,75	52,14
Total Ingresos		337,54	497,02	556,48	623,69	699,87	786,46	885,24
Egresos								
Egresos Por Gastos Operacionales		194,61	218,01	243,31	271,46	302,71	337,85	377,39
Proveedores		25,28	18,43	20,63	23,01	25,66	28,59	31,89
Devoluciones y descuentos		21,18	23,60	26,30	29,30	32,65	36,37	40,53
Obligaciones Laborales		2,13	5,66	6,40	7,20	8,07	9,04	10,13
Retenciones y aportes de nómina		2,09	3,84	4,12	4,38	4,66	4,94	5,24
Impuesto de Renta			48,78	57,17	63,83	80,48	93,25	113,75
Egresos Totales		245,30	318,32	357,94	399,18	454,22	510,05	578,93
Saldo Neto de caja antes de compra de activos		92,24	178,70	198,54	224,51	245,65	276,40	306,30
Modulo 2: Inversión en activos fijos								
Compra de Activos Fijos		55,49	67,45	82,88	73,43	79,85	69,79	55,65
Saldo neto de caja por compra de activos fijos		55,49	67,45	82,88	73,43	79,85	69,79	55,65
SNC después de compra de activos		36,75	111,25	115,66	151,08	165,80	206,61	250,65
Modulo 3: Financiación Externa								
Ingreso de Prestamos								
Préstamo a largo plazo a 6 años		16,57	-	-	-	-	-	-
Préstamo a corto plazo a 1 año		-	-	-	-	-	-	-

<b>Pago de Prestamos</b>								
Abono a capital de préstamo a 6 años		9,38	10,40	8,92	7,64	6,55	5,62	4,81
Abono a capital Financiación Impuestos		0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90
Intereses del financiación impuesto		3,87	3,48	3,14	2,89	2,63	2,39	2,15
Intereses del préstamo a largo plazo		18,89	20,19	16,86	14,37	12,24	10,50	9,00
Abono a capital a Corto plazo		35,48	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
intereses de préstamo a corto plazo		10,21	-	-	-	-	-	-
<b>SNC de la financiación</b>		(62,16)	(34,96)	(29,82)	(25,79)	(22,32)	(19,40)	(16,86)
<b>Modulo 4: Transacciones con los dueños</b>								
Patrimonio invertido		24,85	-	-	-	-	-	-
Dividendos		-	-	-	-	-	-	-
<b>SNC de las transacciones con los dueños.</b>		24,85	-	-	-	-	-	-
<b>SNC para el año anterior a las transacciones</b>		(0,56)	76,29	85,84	125,28	143,48	187,21	233,80
<b>Modulo 5: Transacciones Discrecionales</b>								
Recuperación de inversiones temporales		14,50	-	67,60	143,09	256,16	385,06	555,04
Rendimiento de las inversiones temporales		0,11	-	(0,68)	(1,43)	(2,56)	(3,85)	(5,56)
Inversiones Temporales		-	67,60	143,09	256,16	385,06	555,04	768,37
<b>SNC de transacciones discrecionales</b>		14,61	(67,60)	(76,16)	(114,50)	(131,47)	(173,83)	(218,89)
SNC del año		14,05	8,68	9,67	10,78	12,01	13,38	14,91
SNC acumulado	61,98	76,03	84,72	94,39	105,17	117,18	130,56	145,48

## ANEXO F. Escenario Dividendos y Gastos Diversos.

<b>Escenario 1: Aumento de real de Gastos Diversos 24,29%</b>		
	Valores actuales: Dividendos 25%y Gastos Diversos	
<b>Celdas cambiantes:</b>		
<b>Proporción de Dividendos</b>	0,00%	25,00%
	0,00%	25,00%
	0,00%	25,00%
	0,00%	25,00%
	0,00%	25,00%
	0,00%	25,00%
	0,00%	25,00%
	0,00%	25,00%
<b>Gastos diversos</b>	24,29%	0,00%
	24,29%	0,00%
	24,29%	0,00%
	24,29%	0,00%
	24,29%	0,00%
	24,29%	0,00%
	24,29%	0,00%
<b>Celdas de resultado:</b>		
<b>Valor de la firma</b>	207,9259409	221,2892531
<b>Valor Patrimonio</b>	115,2323556	128,5956659

<b>Escenario 1: Aumento real Gastos Diversos 2,28%</b>		
	Valores actuales: Dividendos 25% - Gastos Diversos 0	
<b>Celdas cambiantes:</b>		
<b>Gastos Diversos</b>	2,28%	0,00%
	2,28%	0,00%
	2,28%	0,00%
	2,28%	0,00%
	2,28%	0,00%
	2,28%	0,00%
	2,28%	0,00%
	2,28%	0,00%
<b>Proporción Dividendos</b>	0,00%	25,00%
	0,00%	25,00%
	0,00%	25,00%
	0,00%	25,00%
	0,00%	25,00%
	0,00%	25,00%
<b>Valor de la Firma</b>	709,1994828	553,7141438
<b>Valor del Patrimonio</b>	334,1613869	234,3715201

Resumen de escenario		Valores actuales:	Dividendos 25% - Gastos Diversos 0	Dividendos 80% - Gastos Diversos 0
<b>Celdas cambiantes:</b>				
<b>Proporción Dividendos</b>		2,28%	0,00%	0,00%
		2,28%	0,00%	0,00%
<b>Gastos Diversos</b>		2,28%	0,00%	0,00%
		2,28%	0,00%	0,00%
		2,28%	0,00%	0,00%
		2,28%	0,00%	0,00%
		2,28%	0,00%	0,00%
		2,28%	0,00%	0,00%
		2,28%	0,00%	0,00%
		0,00%	25,00%	80,00%
		0,00%	25,00%	80,00%
		0,00%	25,00%	80,00%
		0,00%	25,00%	80,00%
		0,00%	25,00%	80,00%
<b>Valor de la Firma</b>		709,199482	553,7141438	179,5239167
<b>Valor del Patrimonio</b>		334,1613869	234,3715201	-2,267568688

### ANEXO G. Cambio en el porcentaje de déficit con deuda.

Cambio en el Porcentaje de Déficit de Deuda	V firma	V Patrim.
	207,93	115,2324
10%	221,82	126,9286
20%	217,19	123,0298
30%	212,56	119,1311
40%	207,93	115,2324
50%	203,3	111,3336
60%	199,34	108,2384
70%	195,37	105,2195
80%	191,14	101,9999
90%	186,66	98,57941

## ANEXO H. Estado de Resultados Histórico.

### Estado de resultados

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Ventas Comisiones T/T ALM y Congresos</b>	224,79	259,32	275,37	285,37	305,89	397,66	399,20	415,13
Devoluciones y Descuentos	19,21	17,42	13,43	11,43	9,85	14,77	29,85	8,50
<b>Utilidad bruta</b>	205,58	241,90	261,94	273,94	296,04	382,89	369,35	406,634
<b>Gastos Operacionales de Administracion</b>								
Gastos de Personal	46,20	57,40	61,68	66,69	67,89	88,26	78,25	75,47
Honorarios	5,70	3,80	4,30	6,30	0,02	3,60	7,20	2,78
Impuestos de Turismo	2,68	3,85	2,59	3,79	4,36	5,24	5,61	3,78
Arrendamientos	1,68	1,78	1,76	1,86	2,82	3,38	4,38	2,35
Contribuciones y Afiliaciones	5,69	4,00	4,10	4,26	5,83	6,99	9,85	14,08
Seguros	1,13	0,85	0,95	1,13	1,28	1,54	1,75	0,40
Servicios	29,85	31,55	32,75	37,85	39,27	47,12	52,50	31,88
Mantenimiento y Reparaciones	3,45	2,65	3,87	4,26	5,30	6,36	4,85	3,85
Gastos de Viajes	21,69	24,90	26,90	31,86	32,28	38,73	42,73	5,22
Depreciación	2,79	3,18	3,29	4,29	5,17	16,21	13,20	13,80
Diversos	7,86	11,80	12,51	16,51	17,70	21,24	26,25	34,81
Legales	1,99	1,13	1,25	0,99	0,88	4,05	3,70	1,83
Otros Gastos	48,65	56,26	61,20	65,89	74,52	89,43	74,69	20,85
<b>Total Gastos Operacionales de Administracion</b>	179,34	203,14	217,13	245,65	257,33	332,16	324,96	211,10
<b>Utilidad operativa</b>	26,24	38,76	44,81	28,29	38,72	50,73	44,39	195,54
<b>Ingresos no Operacionales</b>								
Financieros	0,26	0,26	0,36	0,30	0,18	0,32	1,56	0,10
Diversos	13,75	20,92	21,89	37,89	44,37	10,75	9,75	6,75
Utilidad por Exp a la inflacion	0,47	0,61	0,72	0,62	0,73	0,75	0,65	0,35
<b>Total Ingresos No Operacionales</b>	14,48	21,80	22,97	38,81	45,27	11,82	11,96	7,19
<b>Gastos No Operacionales</b>								
Financieros	13,58	26,80	29,80	31,58	36,10	21,66	19,50	21,69
Extraordinarios	9,85	14,62	16,83	17,59	33,37	13,35	18,43	9,33
Diversos	5,70	5,96	6,97	5,35	0,99	1,19	4,50	1,50
<b>Total Gastos No Operacionales</b>	29,13	47,38	53,60	54,52	70,47	36,20	42,43	32,51
<b>Utilidad Antes de impuesto</b>	11,59	13,18	14,18	12,58	13,52	26,35	13,92	170,22
Impuesto de renta	4,05	4,61	4,96	4,40	4,73	9,22	4,87	59,58
<b>Utilidad neta</b>	7,53	8,57	9,22	8,18	8,79	17,12	9,05	110,64

## ANEXO I. Balance General Histórico.

### Balance general

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Activos</b>								
Disponible	33,22	40,85	44,85	49,58	66,48	57,08	58,45	61,98
Deudores	164,62	181,08	184,23	198,04	209,38	204,05	171,72	130,65
Inversiones	19,50	24,65	28,85	31,70	35,32	37,09	34,09	14,50
<b>Total Activos corrientes</b>	<b>217,34</b>	<b>246,58</b>	<b>257,93</b>	<b>279,32</b>	<b>311,18</b>	<b>298,21</b>	<b>264,26</b>	<b>207,13</b>
Edificio y Construcciones	299,65	316,84	326,58	341,36	341,36	307,22	307,22	310,23
Equipos de Oficina	113,58	124,50	129,50	136,84	138,71	152,58	162,58	287,66
Equipos de Computación y com.	94,85	102,75	118,75	127,07	127,07	139,78	145,78	150,21
<b>Total Propiedad planta y equipo</b>	<b>508,08</b>	<b>544,09</b>	<b>574,83</b>	<b>605,27</b>	<b>607,14</b>	<b>599,58</b>	<b>615,58</b>	<b>748,10</b>
Depreciación acumulada	406,90	411,60	413,56	415,58	394,29	315,43	325,43	308,11
<b>Total de activos fijos netos</b>	<b>101,18</b>	<b>132,49</b>	<b>161,27</b>	<b>189,69</b>	<b>212,85</b>	<b>284,15</b>	<b>290,15</b>	<b>439,99</b>
<b>Total</b>	<b>318,53</b>	<b>379,07</b>	<b>419,20</b>	<b>469,01</b>	<b>524,03</b>	<b>582,36</b>	<b>554,41</b>	<b>647,12</b>
<b>Pasivos y patrimonio</b>								
Obligaciones Financieras	21,60	37,80	41,81	39,78	33,84	68,84	46,50	35,48
Proveedores Nacionales	11,50	13,80	16,85	19,85	25,27	27,80	22,85	25,28
Impuestos por pagar	4,79	9,59	15,18	20,08	25,77	34,05	11,19	13,43
Obligaciones laborales	3,86	4,58	4,88	5,88	4,55	5,46	2,95	2,13
Retenciones y Aportes de Nomina	1,20	2,75	3,75	5,65	13,89	1,39	0,75	2,09
<b>Total Pasivos corrientes</b>	<b>42,94</b>	<b>68,52</b>	<b>82,48</b>	<b>91,25</b>	<b>103,32</b>	<b>137,53</b>	<b>84,24</b>	<b>78,42</b>
Deuda largo plazo.								
Obligaciones Hipotecarias	30,50	51,02	57,98	70,94	92,35	59,31	42,84	65,63
<b>Pasivos totales</b>	<b>73,44</b>	<b>119,55</b>	<b>140,46</b>	<b>162,19</b>	<b>195,67</b>	<b>196,84</b>	<b>127,08</b>	<b>144,05</b>
Capital	60,00	60,00	60,00	60,00	60,00	60,00	60,00	62,00
Utilidad Acumulada	40,97	48,50	57,07	66,29	74,46	83,25	100,38	109,42
Utilidad del Ejercicio	7,53	8,57	9,22	8,18	8,79	17,12	9,05	52,14
Revalorización del patrimonio	136,58	142,45	152,45	172,35	185,10	225,15	257,91	279,50
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>318,53</b>	<b>379,07</b>	<b>419,20</b>	<b>469,01</b>	<b>524,03</b>	<b>582,36</b>	<b>554,41</b>	<b>647,12</b>
Check	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000