

CAPÍTULO 4.

CASO DE ÉXITO BÚHOS EDITORES LTDA.

Hermes Castro Fajardo¹⁴

Lina María Otálora Gómez¹⁵

Luis Eduardo Calderón Navarrete¹⁶

Julián Giovanni Cifuentes Monroy¹⁷

José Alexander Cely Ramírez¹⁸

¹⁴ Hermes Castro Fajardo, MBA en gestión y dirección de empresas. Docente Tiempo completo. hcastro@uniboyaca.edu.co

¹⁵ Lina María Otálora Gómez Magíster en Neuromarketing. Docente Tiempo completo. lmotalora@uniboyaca.edu.co

¹⁶ Luis Eduardo Calderón Navarrete, Maestría en Comercio Internacional. Docente Tiempo completo. lecalderon@uniboyaca.edu.co

¹⁷ Julián Giovanni Cifuentes Monroy, Magister en Administración de Organizaciones. Director programa Negocios Internacionales y Administración de Empresas. jgcifuentes@uniboyaca.edu.co

¹⁸ José Alexander Cely Ramírez, Especialista en Comercio Internacional. Maestrante en Gerencia de Proyectos. Docente tiempo completo. josalecely@uniboyaca.edu.co

COLECCIÓN

CASOS DE
ÉXITO
EMPRESARIAL
EN BOYACÁ

VOLUMEN 2

Introducción

El estudio del valor económico agregado de una empresa es importante para identificar sus fortalezas, impacto y competitividad en el sector. Este indicador debe medirse en las organizaciones con el fin de identificar la mejor opción para invertir, los puntos financieros importantes para fortalecerlos y lograr generar una ventaja frente a los competidores.

En esa medida se pretende estudiar a una empresa del sector Editorial como un referente para investigar el valor económico agregado y especialmente analizar a los egresados de la Universidad de Boyacá que lograron tener éxito en este sector e identificar sus competencias.

A continuación, se presenta el caso de estudio que es resultado de una investigación que se desarrolló en la empresa Búhos Editores Ltda., que es creada por dos egresados que han logrado tener un posicionamiento en el mercado, reconocimiento en la región y sostenibilidad por más de 30 años.

La investigación se centra en dos puntos principales, el primero es resolver la pregunta ¿Cuál es el valor económico agregado actual de Búhos Editores Ltda., la cual se resolvió utilizando como técnica una entrevista dirigida directamente a los fundadores y un análisis de sus estados financieros para calcular el indicador? El segundo, es que el lector identifique el perfil competidor de los egresados de la empresa y lo que han logrado a través de las competencias que desarrollaron en su experiencia laboral y por el conocimiento adquirido en la academia.

De acuerdo a lo anterior, el capítulo se divide en cuatro puntos; el primero es la descripción de los egresados; el segundo la descripción de la empresa que comprende su historia, factores de éxito, proyección y direccionamiento estratégico; el tercer apartado es un marco teórico del valor económico agregado; y por último el análisis del EVA de la empresa.

Presentación de los egresados

María Bárbara Fajardo y Ariel Adolfo Herrera son egresados del programa de Marketing y Ventas y de Administración de Empresas respectivamente, programas de la Facultad de Ciencias Administrativas y Contables de

la Universidad de Boyacá; como egresados han podido consolidar la empresa Búhos Editores Ltda, una empresa con éxito, posicionamiento y sostenibilidad a nivel regional.



Figura 1. Gerente General, María Bárbara Fajardo y Gerente Administrativo y Financiero, Ariel Adolfo Herrera Díaz. tomado de (Búhos Editores Ltda., 2020)

Actualmente los dos egresados están muy ligados a la Facultad de Ciencias Administrativas y Contables y permanecen en contacto con la Universidad de Boyacá, van a eventos, visita de pares y capacitaciones para estar actualizándose respecto a las tendencias y modelos organizacionales.

Respecto a la empresa, Búhos Editores está consolidada en parte porque cuando iniciaron a estudiar en la Universidad de Boyacá crearon la empresa y fue una fortaleza el poder estar acompañados de la parte académica e investigativa. Además, que cuentan con egresados de contaduría pública y diseño gráfico de la Universidad de Boyacá porque valoran el profesional de la región y egresado de la institución.

Con los egresados obtienen competencias claves, como la parte de ingeniería de sistemas porque logra mantenerlos actualizados, vigentes y competitivos en el mercado; la administrativa por la gestión organizacional y decisiones gerenciales; el área de diseño por la productividad y la contaduría pública por el manejo de balances, estados de resultados y presupuestos que se analizan y generan un norte de la empresa.

Para ellos la formación académica aportó mucho en la creación y progreso de su empresa. Siendo estudiantes hace 30 años de la Universidad de Boyacá, vieron la oportunidad en el mercado para crear una idea de negocio. Con esta idea, fueron aprendiendo en el aula de clase lo que iban aplicando a la empresa, logrando combinar la parte teórica con la práctica.

De igual manera, el acercamiento con la Facultad ayudó a tener una asesoría de los docentes referente a puntos de la empresa a medida que iba creciendo, tomando algunos consejos para aplicarlos y otros no, esto dependiendo de su proyección.

Como egresados consideran que la parte académica y la labor de los docentes de la Facultad aportó mucho a los futuros profesionales y más porque los docentes se están actualizando constantemente, lo que logra mantener al margen a los estudiantes con las tendencias del entorno, ya que eso genera ventaja competitiva y cambios en la organización para estar innovando en los mercados, porque el mercado de hoy no es el mismo que hace 10 años.

Historia de Búhos Editores Ltda.

La empresa Búhos Editores Ltda., nació el 8 de marzo de 1987, por el acercamiento a la tipografía y la academia. En esa época, María Bárbara Fajardo, propietaria y actual gerente de la empresa, siendo estudiante de últimos semestres de la Facultad de Ciencias Administrativas y Contables, de la Universidad de Boyacá, se vio la oportunidad de empastar y mejorar los libros de los docentes; comenzando así, la historia Búhos Editores Ltda., que desde su casa realizaban un proceso manual y rudimentario.

Al realizar un proceso detallado y con calidad fue creciendo la demanda y empezaron a arreglar libros de biblioteca y archivos, en especial

del área contable. Así mismo, con las ganancias invirtieron para mejorar el proceso de empastado, reformando en la técnica y tiempos de producción. Durante estos primeros años establecieron como principio una filosofía clara, que se basaba en la disciplina y cumplimiento, porque para la empresa era importante entregar con puntualidad y calidad las exigencias del cliente. Además, como emprendedores se enfocaban en tener perseverancia ante las dificultades o crisis que se presentaran en el tiempo y no dejarse vencer, sino al contrario, seguir adelante y mirando hacia el futuro.



Figura 2. Marca de la empresa, tomado de (Búhos Editores Ltda., 2020).

Durante 10 años fueron creciendo y con ayuda de mini créditos siguieron fortaleciéndose empresarialmente realizando empastes en el mercado. Después comenzaron a diversificarse con nuevos productos, el cual consistía en crear primero agendas personalizadas para los estudiantes de la Universidad de Boyacá, segundo empastar tesis y tercero realizar tarjetas de grado logrando un auge y nuevo nicho de mercado. Una estrategia de penetración de mercado era atraer al estudiante con los productos y fidelizarlo con el objetivo, que a la hora de ser profesional y trabajara en una empresa, siguiera en contacto con la Editorial.

Los siguientes 5 años se enfocaron en subcontratar para ahorrar costos y con ayuda de un préstamo compraron maquinaria que al principio era elemental, pero que al momento de ver que se podía vender y comprar otra mejorada se realizaba. Logrando a principios del siglo XXI tener servicios de tipografía y litografía y contratar a colaboradores.

De igual manera, existía competencia que estaba consolidada en la región, contaba con maquinaria y otras estrategias en el mercado, pero de igual manera siguieron su visión de llegar a ser los mejores en Boyacá que hoy en día se evidencia como un objetivo cumplido.

En el presente, Búhos Editores Ltda. sea formalizado y “cuenta con su sede y una infraestructura adecuada donde el óptimo aprovechamiento del espacio, la moderna maquinaria y ante todo con excelente talento humano con que cuentan, permite garantizar el cumplimiento, la calidad, responsabilidad en cada trabajo que se hace” (Búhos Editores Ltda., 2020, pág. 2).

Factores de éxito

Dentro de los factores en la organización está la innovación en procesos; la empresa genera innovación tecnológica porque renuevan maquinaria cada 2 años de acuerdo a cinco puntos: tendencias, consumidor, ambiental y desarrollo industrial. Aunque se tiene presente que la maquinaria es costosa, se analiza los pros y contra, y el capital para poder comprarla e importarla de Estados Unidos o Alemania que son puntos fuertes en innovación para este sector.

Otro factor no solo de éxito sino estratégico es crear alianzas en la cadena de suministro lo que logra un fortalecimiento en la organización. Se encaminan a realizar una estrategia direccional hacia atrás logrando alianzas con proveedores, lo que logra que alcancen una ventaja competitiva en costes, algo que impacta positivamente en la organización (González, 2014, pág. 17).

Se evidencia que un factor de éxito es su política con el cliente, el servicio que ofrece, la atención personalizada, teniendo como principio el cumplimiento, pues la empresa ha crecido gracias al voz y voz y recomendación que dan los mismos clientes a otros consumidores. “Pasando los años y décadas todavía nos recomiendan y llegan clientes por recomendación de otros” (Fajardo, comunicación personal, 5 de marzo, 2020).



Figura 3. Maquinaria de la empresa. Autores, 2020.

El cumplimiento es un principio de la empresa y en momentos que no se pueda cumplir con la fecha estipulada con el cliente (por un atraso en un proceso o algún inconveniente), inmediatamente se comunican para informarle y tomar una decisión, si se puede entregar en otra fecha o no. De no ser así, la empresa se organiza y direcciona con los demás pedidos para poder cumplir con lo pactado desde un principio, porque es prioridad la opinión del cliente. Para Búhos Editores Ltda., el tiempo del cliente es importante y así mismo no generar un disgusto o queja del servicio.

Se plantea adicionalmente como factor de éxito el análisis del entorno, para poder estar actualizándose con el mercado, por eso se toma muy importante la era digital, el apoyo del internet y medios comunicativos digitales, porque ahora el consumidor desea una atención personalizada pero rápida y sin equivocaciones. Por eso al momento que llega un correo o solicitud en la página por una cotización se responde en el mismo día o lo más rápido posible.

Como factor de éxito central para los fundadores de la empresa es su talento humano y el trabajo en equipo. Como lo expresa M. Fajardo:

Siempre hemos tenido la esencia de ser justos, justos con todos, con los trabajadores, pagar lo de ley, lo que ahora nos lleva a tener más o menos 21 empleados... ya ganan mejores sueldos, me gusta motivarlos,

capacitarlos, que se alineen con la proyección de la empresa y de sus familias (Fajardo, entrevista, 5 de marzo, 2020).

Algo que reafirma A. Herrera

La empresa está más enfocada en la parte social, obviamente debe generar utilidad y riqueza o sino no estaríamos, pero estamos más orientados en la parte social, generar empleo directo e indirecto, que la empresa tenga su capital para poder invertir para responder por las obligaciones, pero nuestro principal objetivo es apoyar al empleado, proveedor y lo vemos como una fortaleza” (Herrera, comunicación personal, 5 de marzo, 2020).

Teniendo como un factor esencial al colaborador, ayuda a la empresa a generar mayor eficiencia dentro de esta y mejores resultados frente a la competencia, logrando así ser reconocida en el mercado y por instituciones como la Cámara de Comercio, Universidad de Boyacá, entre otras, quienes les han dado diferentes premios y reconocimientos.



Figura 4. Premios y reconocimientos otorgados a Búhos Editores Ltda., Autores, 2020

Proyección

Hoy la empresa junto con la Cámara de Comercio de Tunja, trabaja para proyectarla y actualizarla en su proceso de gestión, buscando nuevos mercados, tendencias y analizando la competencia. Dentro de su investigación de mercados descubrieron el auge en productos editoriales como la impresión, por lo cual la empresa decide diversificarse con una nueva línea, la cual es material P.O.P que está en alianza con una empresa que realiza el material y Búhos como distribuidora en la región.

Además, están con un enfoque ambiental, desde las bolsas plásticas, papel, plastificado, químicos que sean amigables con el medio ambiente, para generar conciencia en la comunidad y dentro de la organización; ya que se cuenta con los procesos de reciclado y aprovechamiento de residuos.

Direccionamiento estratégico

El direccionamiento de la empresa comprende:

Misión

“Búhos Editores Ltda., ofrece productos y servicios de excelente calidad e innovadores, relacionados con la industria de artes gráficas y las nuevas tecnologías de la comunicación. Busca satisfacer las necesidades y expectativas de nuestros clientes, con el respaldo de un equipo comprometido, utilizando moderna tecnología y contribuyendo al cuidado del medio ambiente” (Búhos Editores Ltda., 2020, pág. 3).



Figura 5. Organización. Tomado de (Búhos Editores Ltda., 2020)

De la misión de Búhos Editores Ltda., se puede analizar que tiene un claro mensaje, declara de forma precisa su negocio, explicando que necesitan sus clientes y el modo como les pretenden satisfacer, parcialmente

se evidencia la mención de sus empleados, ventaja competitiva y filosofía de la empresa. Debe mejorar en tener en cuenta el principio de mejoramiento continuo.

Visión

“Ser la empresa líder en el 2022 en la prestación de servicios relacionados con la industria de las artes gráficas y las nuevas tecnologías de la comunicación, con proyecciones al mercado nacional e internacional, cumpliendo con altos estándares de calidad en los procesos de servicio al cliente, producción, distribución y postventa a precios justos” (Búhos Editores Ltda., 2020, pág. 3).

De la anterior visión se puede detectar que posee un horizonte de tiempo, una descripción clara del rumbo de la compañía, es comercialmente conveniente y flexible en su ejecución. Es un poco difícil de recordar y ser alcanzable, al igual que no menciona la filosofía corporativa.

Filosofía

La filosofía estaría compuesta por principio y valores como:

- Ética
- Cumplimiento
- Calidad
- Innovación
- Responsabilidad Social
- Disciplina
- Respeto
- Trabajo en equipo
- Sensibilidad

Dentro de su filosofía corporativa se encuentran en marcados los siguientes grupos de interés: clientes, proveedores, empleados y sociedad en cada valor, en especial ética, cumplimiento, calidad, responsabilidad social y sensibilidad.

Política de calidad

Búhos Editores Ltda. “está comprometida con la industria de las artes gráficas en la elaboración de productos de calidad, ofreciendo rentabilidad, fomentando la satisfacción de sus clientes internos y externos, articulando de manera efectiva su talento humano y su gestión en la excelencia e innovación de sus productos y servicios, mediante la aplicación de modernas tecnologías en un marco de mejora continua” (Búhos Editores Ltda., 2020, pág. 2).

Al evaluar la política de calidad, se encuentra como expectativas de la Organización:

Actualización y/o adaptabilidad, eficiencia, formación y capacitación, cadena de suministro y posicionamiento del mercado.

Como expectativas de los clientes se pueden mencionar: satisfacción, calidad, oportunidad y sensibilidad.

Relacionando las expectativas de la organización y cliente se puede evidenciar que los criterios que tienen mayor relación son eficiencia, posicionamiento de mercado y actualización y/o adaptabilidad, de igual manera lo más importante para el cliente es calidad, sensibilidad y satisfacción, aspectos que son tenidos en cuenta en la filosofía corporativa.

El valor económico agregado -EVA- y su medición en la empresa

Generalidades del EVA

A lo largo y ancho del mundo las organizaciones han buscado establecer una mejor eficiencia y eficacia en sus operaciones, estandarizando los procesos para ser la mejor opción de inversores, convirtiéndose

en empresas consolidadas y líderes de su sector, estas circunstancias ponen a prueba las estrategias creadas e implementadas por los administradores y de esta manera se crean indicadores de medición como lo es el Valor Económico Agregado - EVA (*Economic Value Added* por sus siglas en Inglés), marca registrada de la firma consultora Stern Stewart y Co¹⁹. Para 1989, la firma consultora, reintrodujo y registró como marca a su nombre el EVA (Bonilla, 2010, pág. 56).

El EVA de acuerdo a Cardona (2009), es “El excedente de los ingresos sobre los gastos, incluyendo impuestos y el costo de oportunidad del inversionista” (pág. 2), lo que nos denota que es el resultado obtenido de restar los gastos contra la rentabilidad esperada por los inversionistas, para analizar la generación o destrucción de valor, convirtiéndose en una herramienta de medición de resultados financieros. Para la aplicación se debe tener en cuenta los siguientes objetivos según Romero (2018):

i) Incrementar el valor de la empresa y de antemano la riqueza de quienes invierten en ella. ii) Reducir y mantener el riesgo de la inversión lo más bajo posible. Esto se traduce en lograr un manejo operativo firme y constante de la empresa, consolidando un equilibrio entre endeudamiento e inversión, y un manejo de los ciclos de cartera que garanticen la sostenibilidad y el crecimiento de la organización. iii) Liquidez, su generación y mantenimiento, como ítem que certifique el adecuado uso y transición de activos operativos y activos fijos, además de obtener y lograr que el costo de la deuda no crezca o pueda reducirse en el transcurso del periodo de operación. Entonces, el Valor Económico Agregado manifestará la sostenibilidad de la organización siempre que estos objetivos se reflejen en su generación (pág. 13).

El indicador EVA tiene gran aceptación en los empresarios dado que no solo contempla la información contable, sino que también incluye la económica en aspectos como costo de oportunidad o eficiencia en el uso y estructura del capital.

Para Trujillo (2016), citando a Solano y Girón (2013), el Valor Económico Agregado, “es la medición del desempeño financiero basado en la utilidad operativa después de impuestos, en la inversión en activos

¹⁹ Consultora estratégica fundada en 1982 en New York, EE.UU. <https://www.sternstewart.com/>

necesarios para generar la utilidad y el costo promedio ponderado de capital” (pág. 18), este último término es conocido como WACC (por sus siglas en inglés); en otras palabras, el EVA es la diferencia entre la utilidad generada por la actividad o negocio y el costo del capital invertido para lograrlo.

Rivera y Ruiz (2011, pág. 117), al citar a Stewart (2000), afirman que los indicadores que parten de información contable y de mercado son limitados, reduciendo su confiabilidad y pertinencia en la toma de decisiones empresariales, por lo que EVA supera esta restricción al partir del análisis y gestión de la utilidad residual.

En las empresas que utilizan dicha metodología para medir si genera o destruye valor, si la diferencia entre la utilidad operacional después de impuestos (UODI) y el cargo o costo del capital (K_o) es positiva, se entiende que la empresa está generando valor, pero si es negativa la empresa estaría destruyendo valor. Si es cero (0), la empresa está manteniendo un equilibrio económico (Rivera y Ruiz, 2011, pág. 117).

Para los autores en mención, el cálculo del EVA utiliza la utilidad operativa después de impuestos (UODI), sin incluir costos de capital como pago de intereses (los cuales se consideran en el WACC o K_o), lo que significa que parte del resultado que ofrece la operación del negocio, por su parte, el retorno de las inversiones (WACC o K_o) depende de aspectos como la planeación estratégica o las decisiones gerenciales para la creación de valor.

Téllez (2015), identifica cinco elementos que fortalecen la idea que el objetivo de las empresas es la maximización del valor:

- Maximizar el valor de los accionistas.
- Maximizar el valor de los accionistas crea los incentivos adecuados para que los gerentes sean más emprendedores y midan de manera más adecuada el riesgo.
- Poseer diversidad de objetivos a alcanzar, generan problemas de gobierno corporativo.
- Generar un entendimiento entre stakeholders y accionistas.
- Contar con un marco legal que beneficie tanto a los stakeholders como a los accionistas (pág. 7).

El mismo autor, citando a Rappaport (1998), plantea 4 factores valiosos aspectos que motivan a los administradores a adoptar una estrategia en los negocios, que se orienta hacia la creación de valor económico; dentro de las cuales están:

- Participación de los administradores en la estructura accionaria de la empresa,
- Retribución ligada al rendimiento de los accionistas,
- Transferencia del control corporativo por una adquisición hostil,
- Competencia en el mercado laboral (pág. 15).

Según lo afirma Ortiz (2011), este indicador es una medida del desempeño de una organización que permite identificar el nivel de riqueza de una empresa el cual integra los objetivos operacionales y financieros de la misma, teniendo en cuenta los recursos utilizados para obtener el beneficio y a su vez incorporando el costo y riesgo de dichos recursos.

El EVA se debe analizar a largo plazo, de tal manera que permita implementar estrategias en busca de incrementar el valor y adoptar políticas acordes a los objetivos propuestos. En consecuencia, el EVA es considerado un factor concluyente para la creación de riqueza al aumentar la competitividad de una empresa que produce mayor calidad, con mejor personal y a un menor costo, lo que redundará en ganancia tanto para sus directivos como para trabajadores.

De hecho, la aplicación del EVA obliga a la empresa a pensar y analizar más allá de los indicadores tradicionales de crecimiento o financieros, para concentrarse en la generación de valor para los activos que opera, y a la vez, obligando a presentar estados financieros más claros y a estar conscientes de los activos y gastos al tomar decisiones gerenciales.

Cuando se implementa la metodología EVA en la empresa, debe hacerse de forma global, es decir la implementación debe descender a las diferentes áreas de la organización, de tal manera que se pueda establecer cuáles son las líneas o procesos que realmente generan riqueza y cuales no; de esta forma se permitirá que cada departamento pueda adoptar objetivos y metas concretas para la generación de valor. Así pues, se realice un proceso de planificación y aplicación de estrategias que ayuden a la creación de valor desde aspectos como: política salarial, racionalización y optimización en el manejo de activos, me-

joramiento de márgenes de operación, optimización de la estructura financiera, entre otros.

De esta manera, este nuevo indicador ayuda a develar si se está cumpliendo el objetivo financiero de la empresa como la maximización de su valor, responsabilidad fundamental del gerente financiero, es decir, ayuda a verificar si los beneficios de los accionistas están creciendo o no. Asimismo, esta búsqueda conlleva a una mayor competitividad y cumplimiento del mapa estratégico, elemento de administración que se desarrolla en cuatro perspectivas de gestión (Kaplan y David, 2002, pág. 14).

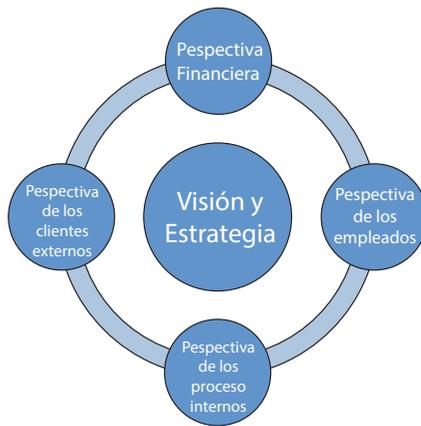


Figura 6 Cuadro de mando Integral, tomado de (Kaplan y David, 2002)

Trujillo (2016), concluye que a medida que aumentan las exigencias del mercado, las empresas se ocupan más en alcanzar las metas alineadas con el incremento del valor. Este concepto ha cobrado mayor importancia en los últimos años, aunque la teoría financiera se ha referido a él con mucha anticipación.

¿Cómo se calcula?

Fundamentalmente, se utiliza para medir el valor que genera en una empresa los fondos invertidos en ella. Si el EVA de una empresa es negativo, significa que la empresa no está generando valor a partir de los fondos invertidos en el negocio. En cambio, un EVA positivo muestra

que una empresa está produciendo valor a partir de los fondos invertidos en ella. En general, es un método de desempeño financiero para calcular el verdadero beneficio económico de una empresa (Revista Dinero, 2020, pág. 1).

El EVA se compone de factores que determinan el valor económico como: rentabilidad, crecimiento, activos de largo plazo, capital de trabajo, costo de capital e impuestos.

De acuerdo con Bonilla (2010) el EVA se calcula de la siguiente manera:

$$EVA=UAIDI-Activos\ totales*Costo\ promedio\ de\ capital$$

El UAIDI se calcula sumando la utilidad neta con los intereses y eliminando las utilidades extraordinarias.

Castro (2017), utiliza como variables el excedente operacional después de impuestos (*Net Operating Profit After Taxes* -NOPAT por sus siglas en inglés), el activo neto financiado (ANF) y el costo promedio ponderado de capital (CPPC).

$$EVA=NOPAT-ANF*CPPC$$

Incluso, autores como Vergiú y Bendezú (2007), calculan el EVA a partir de la rentabilidad financiera –ROI o ROE, mediante la fórmula:

$$EVA=Capital\ invertido*(ROI-CPPC)$$

Sin importar la metodología, la finalidad del EVA es determinar el costo de invertir un capital, para luego evaluar si está reportando los retornos exigidos, en este sentido, un EVA positivo significa que el proyecto o empresa está generando un rendimiento superior al exigido.

La generación de valor en Búhos Editores Ltda.

Para comprender la forma en que se genera valor agregado en la empresa, se parte del análisis de sus estados financieros, la reorganización o reclasificación de las cifras y finalmente, aplicar la fórmula de valor económico agregado.

Estados financieros. 2015-2018.

La empresa proporcionó los estados financieros entre 2015 y 2018 para la evaluación del EVA.

Estado de la situación financiera.

El estado de la situación financiera muestra los saldos de las cuentas a corte de diciembre de cada año.

Tabla 1
Estado de la situación financiera

	2.015	2.016	2.017	2.018
ACTIVO				
Activo Corriente				
Efectivo y equivalente al efectivo	225.176.913	380.176.764	457.187.619	367.928.971
Deudores comerciales (Cl)	422.357.301	359.229.077	487.274.156	453.526.411
Deterioros deudores	-	-	- 15.968.475	- 17.280.575
Inventarios (In)	30.618.506	39.537.113	16.824.997	8.812.981
Total Activo Corriente (AC)	678.152.720	778.942.954	945.318.297	812.987.788
Activo no Corriente				
Propiedad, planta y equipo	557.838.745	481.944.642	413.960.172	360.575.904
Otros activos	-		3.654.000	6.927.925
Total Otros Activos	557.838.745	481.944.642	417.614.172	367.503.829
TOTAL ACTIVO (AT)	1.235.991.465	1.260.887.596	1.362.932.469	1.180.491.617
PASIVO				
Pasivo Corriente				

Proveedores comerciales (Pv)	132.325.944	194.520.458	111.331.551	131.093.700
Acreedores comerciales y otras CxP	239.232.300	35.060.388	296.949.928	18.134.950
Impuestos, gravámenes y tasas	121.965.827	120.605.551	166.358.544	124.711.355
Beneficios a empleados	26.075.055	29.838.884	28.325.524	29.998.348
Otros pasivos	349.280	12.771.280	1.631.280	2.543.876
Total Pasivo Corriente (PC)	519.948.406	392.796.561	604.596.827	306.482.229
TOTAL PASIVO (DT)	519.948.406	392.796.561	604.596.827	306.482.229
PATRIMONIO				
Capital	250.000.000	250.000.000	250.000.000	250.000.000
Reservas	39.243.928	50.326.363	63.008.807	79.726.681
Resultados del ejercicio	90.861.157	123.643.966	167.178.735	130.438.767
Excedentes acumulados	313.195.357	412.937.270	278.148.100	413.843.940
Ajustes por adopción	22.742.617	31.183.436	-	-
TOTAL PATRIMONIO (PT)	716.043.059	868.091.035	758.335.642	874.009.388
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	1.235.991.465	1.260.887.596	1.362.932.469	1.180.491.617

Fuente: tomado del archivo de Búhos Editores Ltda., 2020

Estado de resultados

El estado de resultados muestra el resultado de la operación del negocio entre enero y diciembre de cada año.

Tabla 2
Estado de resultados

	2.015	2.016	2.017	2.018
Ingreso de actividades ordinarias (V)	1.733.555.419	1.756.057.138	1.875.762.450	1.990.847.966
Costo de ventas (CV)	770.911.550	783.657.975	774.545.513	928.251.059
Costo de operación	516.885.203	483.964.965	511.254.941	537.842.812
Excedente Bruto	445.758.666	488.434.198	589.961.996	524.754.095
Gastos ordinarios	226.571.819	259.401.264	294.612.636	300.525.483
Excedente Operacional (UO)	219.186.847	229.032.934	295.349.360	224.228.612
Otros ingresos	496.874	2.058.825	8.648.137	2.479.565
Otros gastos	45.982.437	26.476.739	41.059.762	26.737.410
Otros gastos financieros	20.884.127	5.602.054		
Excedente antes de impuestos	152.817.157	199.012.966	262.937.735	199.970.767
Impuesto a la ganancia	61.956.000	75.369.000	95.759.000	69.532.000
Resultados del Ejercicio (UN)	90.861.157	123.643.966	167.178.735	130.438.767

Fuente: tomado del archivo de Búhos Editores Ltda., 2020

Análisis financiero básico

Este tipo de análisis se centra en los principales indicadores, los cuales se muestran a continuación:

Tabla 3
Indicadores financieros básicos

Indicador	Fórmula	2.015	2.016	2.017	2.018
Liquidez	AC/PC	1,3	2,0	1,6	2,7
Capital de trabajo neto	AC-PC	158.204.314	386.146.393	340.721.470	506.505.559
Rotación del activo	V/AT	1,4	1,4	1,4	1,7
Rotación de cartera (días) – RC	CI*360/V	88	74	94	82
Rotación de inventarios (días) – RI	In*360/CV	14	18	8	3
Rotación de proveedores (días) – RP	Pv*360/CV	62	89	52	51
Ciclo de caja (días)	RC+RI-RP	40	2	50	35
Endeudamiento total (%)	DT/AT	42,1%	31,2%	44,4%	26,0%
Rentabilidad del activo (%)	UN/AT	7,4%	9,8%	12,3%	11,0%
Rentabilidad del patrimonio (%)	UN/PT	12,7%	14,2%	22,0%	14,9%
Margen operacional (%)	UO/V	12,6%	13,0%	15,7%	11,3%
Margen neto (%)	UN/V	5,2%	7,0%	8,9%	6,6%
Crecimiento en ventas	(V2-V1)/V1		1,3%	6,8%	6,1%
Crecimiento en activos	(TA2-TA1)/TA1		2,0%	8,1%	-13,4%

Fuente: los autores a partir de Estados Financieros de Búhos Editores Ltda., 2020.

Es evidente que la empresa es sana financieramente y presenta buenos indicadores en todos los elementos calculados, por lo que vale la pena analizar cada uno de ellos:

- Indicadores de liquidez: la empresa ha venido aumentando si indicador de liquidez, pasando de 1,3 veces en 2015 a 2,7 veces en 2018, lo cual se ve reflejado en un capital de trabajo neto que aumenta de \$158 millones a \$507 millones en el mismo periodo, lo que implica una mayor reserva de recursos para la operación del negocio.

- Indicadores de rotación: la rotación del activo aumenta del 1,4 en 2015 a 1,7 en 2018, lo que evidencia una buena utilización de los activos para generar ventas.

La rotación de cartera se mantiene promediando los 84 días de crédito y los inventarios 11, estos últimos disminuyen entre 14 y 3 días, lo que podría significar una mayor eficiencia. Por su parte, los proveedores apenas financian 63 días en promedio, pero ha mostrado disminución al pasar de 62 días en 2015 a 51 en 2018, lo que ayudaría a explicar el aumento del capital de trabajo.

El ciclo de caja es bastante volátil, pero tiene un promedio a un mes, es decir, que la diferencia entre el tiempo que tardan los inventarios en convertirse a efectivo y su salida como pagos, es de 32 días.

- Endeudamiento: se observa que el endeudamiento ha pasado del 42% al 26% entre 2016 y 2018, implicando una menor financiación de terceros (menor apalancamiento) y por ende mayor compromiso de los recursos propios.

- Rentabilidad: la rentabilidad económica o del activo pasa del 7,4% al 11%, mientras que la financiera o del patrimonio aumenta del 12,7% al 14,9%, lo que evidencia sostenibilidad de la empresa.

- Margen: el margen operacional disminuye del 12,6% en el 2015 al 11,3% en el 2018, pero venía aumentando hasta el 2017, mostrando así una reducción en la generación de ganancias de la actividad económica de tipo coyuntural; el margen neto, por el contrario, aumenta del 5,2% al 6,6%, principalmente debido a menores gastos no operacionales y una menor tasa de impuestos, la cual pasó del 41% al 35% en el mismo periodo.

- Crecimiento: las ventas han venido aumentando en mayor medida que el crecimiento económico, lo que evidencia que el mercado aún estaría en crecimiento y por tanto mayor espacio de operación.

Por su parte, el activo se redujo en un 13,4% para el 2018, principalmente debido a la reducción de la inversión en activos fijos y del efectivo, hechos que significaron también una mejor rotación y mayor rentabilidad.

El Valor Económico Agregado -EVA

La generación de valor es un indicador que permite identificar la adquisición de competencias financieras para la gestión apropiada de los recursos empresariales, aspecto que la Universidad de Boyacá trabaja a través de su Facultad de Ciencias Administrativas y Contables y que hace parte del perfil de sus egresados. En este caso, en la empresa Búhos Editores Ltda. se analiza la manera como se está creando valor y las posibles estrategias que podrían implementarse para mejorar los resultados que se han venido obteniendo en la operación del negocio.

Como bien se recuerda, el EVA es una propuesta de la firma consultora Stern Stewart y Company y en Colombia es desarrollada por la Revista Dinero, en ella “se ajusta el valor contable a un denominado valor económico contable” (Bonilla, El valor económico agregado (EVA) en el valor del negocio, 2010, pág. 61), es decir, que el EVA no se queda en el cálculo de la rentabilidad de los inversionistas, sino que evalúan las utilidades frente a un costo de oportunidad.

$$EVA=NOPAT-CPPC*ANF$$

El valor económico agregado, entendido bajo este enfoque, muestra la capacidad que tiene la actividad para generar rentabilidad o utilidades por encima de las exigencias de los grupos de interés que financian la operación e inversión (propietarios y acreedores), para ello recurre a las fórmulas expresadas en el título anterior y por tanto se hace un análisis a partir de cada uno de sus elementos y luego del indicador.

Utilidad operacional después de impuestos

La utilidad operacional después de impuestos -NOPAT- se calcula, descontando los impuestos que son de obligatoriedad por el ejercicio económico, lo que significa que, si no existiera financiación de deuda

o inversiones temporales, pero tampoco ninguna fuente de ingreso o egreso diferente a la actividad misional, la empresa tendría este valor como resultado neto.

Tabla 4
Cálculo de la utilidad neta ajustada

Variable	2015	2016	2017	2018
OU	219.186.847	229.032.934	295.349.360	224.228.612
Impuestos	61.956.000	75.369.000	95.759.000	69.532.000
NOPAT	157.230.847	153.663.934	199.590.360	154.696.612

Fuente: los autores a partir de los estados financieros de Búhos Editores Ltda., 2020.

Como se observa, la operación del negocio sufre un importante revés en el año 2018 debido a la disminución del margen operacional, aspecto que la reducción de impuestos no pudo corregir. No obstante, esta reducción de impuestos sí logró generar un mejor resultado que el obtenido en 2016.

En este sentido, la utilidad operacional, salvo en el 2017, ha mostrado una pérdida de eficiencia en la medida que los ingresos, al ser superiores al crecimiento de la economía, denotan un sector en etapa de crecimiento en el cual es posible aumentar la cuota o participación del mercado, sin embargo, los costos y gastos operacionales han aumentado por encima de la tendencia y por tanto se han reducido los excedentes. De acuerdo a lo manifestado por los egresados, la empresa está en constante búsqueda de nuevas tecnologías y de proveedores más económicos, hecho que a futuro podría ayudar a aumentar el margen operativo al reducir los costos directos de la empresa.

Finalmente, es significativo que la disminución de tasa de impuestos nacionales por renta y complementarios, está ayudando a las empresas a obtener una mayor liquidez vía utilidades, de tal manera que los empresarios y en este caso, los egresados, podrían destinar más recursos para mejorar la posición de mercado de la empresa o su calidad de vida a través de la distribución de los dividendos.

Activo neto financiado

El activo neto financiado -ANF- es esa parte del activo que tiene un costo y que, por ende, está representado en la obligación de distribuir utilidades, de pagar intereses o de asumir descuentos por pronto pago. Para el caso de la empresa Búhos Editores Ltda., el activo neto financiero se compone del patrimonio y el pasivo, es decir, equivale al activo total.

Tabla 5
Cálculo del activo neto financiado

Variable	2.015	2.016	2.017	2.018
Pasivo	519.948.406	392.796.561	604.596.827	306.482.229
Patrimonio	716.043.059	868.091.035	758.335.642	874.009.388
ANF	1.235.993.480	1.260.889.612	1.362.934.486	1.180.493.635

Fuente: los autores a partir de los estados financieros de Búhos Editores Ltda., 2020.

Se observa que el activo neto financiado disminuyó en el año 2018, debido principalmente a menores pasivos, lo que implicó una mayor financiación de capital patrimonial.

Costo promedio ponderado del capital

El costo promedio ponderado del capital –CPPC- o costo de oportunidad para el EVA, es el costo medio de toda la financiación que ha tenido la empresa para garantizar su operación, es decir, el costo económico del capital.

El costo promedio ponderado de capital se calcula con el método CAPM (*Capital Asset Pricing Model*, por sus siglas en inglés), el cual asimila el riesgo sistémico de mercado a la valoración del costo de capital (Castro, 2017, p. 153).

$$CPPC = K_d \cdot DT/AT + K_e \cdot PT/AT$$

En la fórmula:

- K_d es el costo de la deuda, donde i es el costo de cada fuente de financiación que se toma como el cociente entre los gastos financieros y el pasivo total; y t la tasa efectiva de impuestos (impuestos/ utilidad antes de impuestos), pero en caso de no tener costo financiero, se asume un 2% de descuento por compras de contado, que aunque existe, normalmente la empresa no lo toma.

- K_e es la tasa exigida por los inversionistas, la cual prevé el riesgo de invertir los recursos en el mercado de valores.

R_f es la tasa libre de riesgo, que para el caso sería el DTF a diciembre entre 2015 y 2018 (Banco de la República de Colombia, 2020); R_m es la rentabilidad exigida por los propietarios, quienes afirman que esperan un 30% de rendimiento de la inversión y que su opción de inversión es la compra de acciones en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo que se asume que la tasa de retorno esperada sobre la inversión está entre el 17,16% de rentabilidad que ofrece en portafolio COLCAP que es un índice de referencia y el 31,08% que ofrece el portafolio FONVAL (Ríos, 2018, pág. 19); y β es la medida riesgo de mercado (0,6163 para el portafolio FONVAL) (Ríos, 2018, p. 18).

Tabla 6
Cálculo de CPPC

Año	2015	2016	2017	2018
I	4%	1%	2%	2%
T	41%	38%	36%	35%
K_d	2,4%	0,9%	1,3%	1,3%
DT/AT	0,42	0,31	0,44	0,26
R_f	5,24%	6,92%	5,28%	4,54%
R_m	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
β	0,6163	0,6163	0,6163	0,6163
K_e	20,5%	21,1%	20,5%	20,2%
PT/AT	0,58	0,69	0,56	0,74
CPPC	12,9%	14,8%	12,0%	15,3%

Fuente: los autores, 2020

En la tabla se muestra que el CPPC es mínimo cuando el endeudamiento aumenta (DT/AT) ya que tiene un menor costo que la rentabilidad exigida por los inversionistas; mientras que en los años donde el endeudamiento es menor, el CPPC aumenta considerablemente, por lo que sería recomendable que la empresa asuma un menor costo de capital al incluir endeudamiento, por ejemplo, de los mismos proveedores.

Cálculo del EVA

De acuerdo con los datos reportados por la empresa y los indicadores obtenidos en la investigación, la generación de valor de Búhos Editores Ltda. queda expresado de la siguiente manera:

Tabla 7
Cálculo del EVA

Variable	2015	2016	2017	2018
NOPAT	157.230.847	153.663.934	199.590.360	154.696.612
ANF	1.235.993.480	1.260.889.612	1.362.934.486	1.180.493.635
CPPC	12,9%	14,8%	12,0%	15,3%
EVA	- 1.972.455	- 33.367.782	36.329.859	- 26.122.820

Fuente: los autores, 2020

Como puede apreciarse, Búhos Editores Ltda., a pesar de ser una empresa bien manejada, que reporta utilidades de manera continua, no ha logrado generar los excedentes suficientes para soportar el costo de capital en los años 2015, 2016 y 2018, no obstante, para el año 2017 genera un valor agregado equivalente a \$36.329.859, es decir, que en 2017, además de soportar el costo de la deuda y remunerar adecuadamente a los inversionistas, la empresa generó un exceso de utilidades que contribuyen a aumentar la riqueza de los propietarios de la empresa.

El resultado obtenido en 2017 puede atribuirse a dos aspectos fundamentales, por un lado, es el año donde se reportan los mayores excedentes

(NOPAT) y por el otro es el año en el que se presenta un menor costo del capital (CPPC) debido al aumento de la deuda.

El mayor excedente ajustado se explica en una mayor eficiencia operacional, sustentada en la reducción del costo de ventas en un 1% frente al aumento de los ingresos del 7%, hecho que implicó el aumento del 29% en la utilidad operacional. El margen operacional para el 2017 fue del 15,7%, mientras que para el 2016 era del 13%.

En cuanto al menor costo de capital, este fue explicado por una mayor financiación con deuda o pasivo, de tal manera que el endeudamiento alcanzó el 44,4% y por tanto redujo el peso del costo del capital patrimonial que tiene un mayor indicador (K_e).

Por otra parte, la pérdida de valor agregado o riqueza, se puede explicar más por el bajo nivel de apalancamiento que por la generación de utilidades, toda vez que la industria en Tunja, representada por las empresas del sector de información y comunicaciones, en 2018 tenían un margen operacional de 3,3% y una rentabilidad del patrimonio del 5,4% (Castro, Sáenz, Suárez, Sánchez, y Suárez, 2019, pág. 52); la empresa, por su parte, ofreció el 11,3% y el 14,9% respectivamente. Aunque las empresas del sector, reportaron en el 2018 un EVA positivo de \$1 millón, para Castro, Sáenz, Suárez, Sánchez, y Suárez (2019, pág. 55), ello se explica en que el CPPC utilizado para el cálculo fue el DTF, que en este caso corresponde a la tasa libre de riesgo (R_f); si el EVA de Búhos Editores Ltda. hubiera considerado el DTF como CPPPC, también habría sido positivo, lo que indica que está reportado mejores resultados que la tasa libre de riesgo, siendo así una mejor opción para los inversionistas.

En tanto que la eficiencia en el uso y financiación de los activos si puede explicar la pérdida de riqueza en la empresa, esta deberá revisar su estructura de capital para optimizar los resultados.

En primer lugar, al evaluar la utilidad económica o del activo mediante el sistema Dupont, esta depende en mayor medida de la rotación que del margen neto, ya que al aumentar la rotación (1,4 en 2017 y 1,7 en 2018) se pudo compensar, en gran parte, la reducción en las utilidades (8,9% en 2017 y 6,6% en 2018), lo que significa que la empresa adoptó una excelente decisión al desinvertir en activos, sin llegar a afectar las ventas o la UNA, no obstante a ello, retuvo utilidades que acumuló en efectivo, rentándole capacidad para aumentar el valor.

En un segundo momento, el bajo endeudamiento tuvo un impacto significativo en el valor, toda vez que su costo es mucho menor al exigido por los inversionistas o propietarios, ya que quedó constatado que cuando se logró financiar el 44% de la inversión, el EVA fue positivo, mientras que en el 2018, cuando bajó al 26% el EVA fue negativo nuevamente, así mismo entre mayor financiación menor pérdida de valor, aspecto observado en el 2015 y 2016.

Estrategias para aumentar el EVA

Para que la operación de la empresa aumente el valor o riqueza generada, los egresados podrían aplicar algunas estrategias financieras vistas en los diferentes programas académicos de la facultad, entre ellas, la gestión del capital de trabajo (clientes, inventarios o proveedores), del capital de deuda (apalancamiento operativo o financiamiento) o del capital patrimonial (costo del capital), estrategias que apoyarían una mayor eficiencia operativa para aumentar el margen operacional, por un lado, y por el otro reducir el costo del capital. En este sentido se podría decir que la decisión de financiar la obtención de nuevas tecnologías exclusivamente con recursos propios, permite tener cierto grado de autonomía administrativa, pero no permite alcanzar un nivel óptimo de financiamiento, al traducirse en una política de dividendos que retiene utilidades, pero que aumenta significativamente el costo de oportunidad de los recursos.

Si estos elementos se combinan, Búhos Editores Ltda, además de continuar con el buen desempeño que han demostrado, podría mejorar el retorno para sus inversionistas.

Al respecto, Amat (2002, págs. 41-45), recomienda que para aumentar el EVA existen cinco estrategias posibles:

- Mejorar la eficiencia de los activos actuales: consiste en aumentar su rendimiento a través del aumento de las ventas o reducción de costos, o aumentar la rotación mediante desinversión de activos obsoletos o poco rentables.
- Reducir la carga fiscal: ello se logra mediante una mejor planificación fiscal y uso de deducciones, principalmente vía intereses.

- Aumentar las inversiones en activos que rindan por encima del costo del pasivo para que la utilidad supere el costo de la financiación.
- Reducir los activos para que se pueda disminuir la financiación total, por ejemplo, con una mayor rotación de las cuentas del ciclo de caja (menos días de inventarios y clientes) o disminución de la tesorería (efectivo).
- Reducir el costo promedio de capital: para que sea menor la deducción de la utilidad neta ajustada por conceptos financieros, y del costo de oportunidad del inversionista.

Preguntas del caso

- ¿Cuáles son las competencias de los egresados María Bárbara Fajardo y Ariel Adolfo Herrera Díaz que permitieron forjar esta empresa?
- ¿Cuáles estrategias recomendaría usted para que Búhos Editores Ltda., mejore su indicador EVA?
- ¿Cuáles fuentes de financiación aconsejaría para que el CPPC disminuya?
- ¿La retención de utilidades ha sido un elemento positivo o negativo para la empresa?
- ¿Qué haría usted con los excesos de liquidez y cuál sería su objetivo?

Referencias

- Amat, O. (2002). EVA. Valor económico agregado. Bogotá, Colombia: Grupo Editorial Norma. Banco de la República de Colombia. (marzo de 2020). Tasas de captación mensuales - Depósitos a término fijo (DTF). Recuperado de: <https://totoro.banrep.gov.co/analytics/saw.dll?GoyNQUser=publicoyNQPassword=publico123yAction=promptypath=%2Fshared%2FSeries%20>

Estadísticas_T1.Tasas de Capacitación Bn1.1 Serie empalmada F1.1.3 Mensuales (Desde enero de 20

Bonilla, F. (2010). El valor económico agregado (EVA) en el valor del negocio. *Revista nacional de administración*, 1(1). 55-70. Recuperado de: <https://revistas.uned.ac.cr/index.php/rna/article/view/284/145>

Búhos Editores Ltda. (marzo de 2020). Quiénes somos. Obtenido de: <http://www.buhoseditores.com/quienes-somos/historia/>

Cardona, J. (2009). Valor económico agregado. *Revista Visión Contable*, (7), 75-92. Obtenido de: <https://publicaciones.unaula.edu.co/index.php/VisionContable/article/view/401>

Castro, H. (2017). *Proyectos de inversión 1, 2, 3: de la teoría a la práctica, una guía para los no expertos*. Recuperado de: <https://books.google.es/books?id=NZdPDwAAQBAJyprintsec=frontcoververyhl=es#v=onepageyqyf=false>

Castro, H., Sáenz, H., Suárez, A., Sánchez, P., y Suárez, H. (2019). *Perfiles municipales - jurisdicción Cárama de Comercio de Tunja: provincia centro*. Recuperado de: <https://books.google.com.co/books?id=0da0DwAAQBAJyprintsec=frontcoververyhl=es#v=onepageyqyf=false>

González, L. F. (2014). *El impacto del desarrollo de proveedores en la cadena de suministros*. [Trabajo de grado especialización]. Universidad Militar. Bogotá, Colombia. <https://repository.unimilitar.edu.co/bitstream/handle/10654/13483/EL%20IMPACTO%20DEL%20DESARROLLO%20DE%20PROVEEDORES%20EN%20LA%20CADENA%20DE%20SUMINISTROS.pdf;jsessionid=0A3488499E136784853DAAD9F50CC9EE?sequence=1>.

Kaplan, R., y David, N. (2002). *Cuadro de Mando Integral (The Balanced Scorecard)* 2 ed. Barcelona, España: Gestión 2000.

Ortiz, H. (2011). *Análisis financiero aplicado y principios de administración financiera*. Bogotá, Colombia: Universidad Externado de Colombia.

- ¿Qué es el EVA y cómo se calcula? (12 de marzo de 2020). Revista Dinero. Recuperado de: <https://www.dinero.com/empresas/articulo/que-es-el-eva-y-como-se-calcula/239711>
- Ríos, A. (enero de 2018). Análisis cuantitativo de los fondos de inversión más rentables en Colombia, periodo 2016. Recuperado de: https://ciencia.lasalle.edu.co/administracion_de_empresas/1522/
- Rivera, J. A., y Ruiz, D. (2011). Análisis del desempeño financiero de empresas innovadoras del sector alimentos y bebidas en Colombia. Pensamiento y Gestión. 31. Recuperado de: <http://rcientificas.uninorte.edu.co/index.php/pensamiento/article/view/3661/4990>
- Romero, A. (2018). Análisis de la creación de valor en las empresas de base tecnológica en TIC en Popayán Cauca en el periodo 2013-2015, por medio del valor económico agregado (EVA). [Trabajo de grado de maestría]. Pontificia Universidad Javeriana. Cali, Colombia. Recuperado de <http://vitela.javerianacali.edu.co/handle/11522/11721>
- Stewart, B. (2000). En busca del valor. Barcelona, España: Gestión 2000.
- Superintendencia Financiera de Colombia. (23 de marzo de 2020). Indicadores económicos. Obtenido de: <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/index.jsf>
- Tellez, J. (2015). Un análisis empírico de la creación de valor de las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores [Tesis doctoral]. Obtenido de: <https://repositorio.unican.es/xmlui/bitstream/handle/10902/6391/Tesis%20JTP.pdf>
- Trujillo, A. M. (2016). Determinación de los factores financieros que influyen en el éxito y generación de valor en las pymes constructoras en Colombia [Trabajo de grado]. Obtenido de: <http://www.bdigital.unal.edu.co/54761/>
- Vergíu, J., y Bendezú, C. (enero-junio de 2007). Los indicadores financieros y el Valor Económico Agregado (EVA) en la creación de valor. Industrial Data, 10(1), 042-047. <https://doi.org/10.15381/idata.v10i1.6220>

Este libro se terminó de imprimir
en el mes de diciembre de 2021
en Búhos Editores LTDA.

