

## Empresa panificadora en Colombia: análisis con indicadores contables y gestión del valor

*Baking company in Colombia: analysis with accounting indicators and value management*

Jorge Alberto Rivera Godoy<sup>I</sup>, Karol Sofía Segura Escobar<sup>II</sup>, Ana Yibi Juliana Urbano Noguera<sup>III</sup>

Recibido 28 de junio de 2023; aceptado 20 de marzo de 2024

### Resumen


Esta investigación se realiza en el campo de las finanzas corporativas y tiene como objetivo examinar el desempeño financiero de la empresa panificadora en Colombia en el periodo 2017 - 2021, empleando como metodología el análisis estático y de tendencias de indicadores contables y de gestión de valor que miden su crecimiento, eficiencia en el uso de activos, eficacia en el control de costos y gastos, efectividad en el logro de utilidades y el Valor Económico Agregado (EVA), que son confrontados con empresas semejantes en el ámbito nacional y del entorno global. Se encuentra que incrementa sus ventas y activos, y oscila su utilidad neta; logra rendimientos contables y crea valor económico agregado. No obstante, estos resultados son inferiores a los presentados por su par internacional, pero supera a su semejante nacional, líder en ventas, en efectividad y eficiencia. Los resultados fueron favorables, pero no muy competitivos internacionalmente.

**Palabras clave:** Administración financiera, análisis costes-beneficio, contabilidad, Industria alimentaria  
**Código JEL:** G10, M40, L66

### Abstract

This research is conducted in the field of corporate finance and aims to examine the financial performance of the bakery company in Colombia in the period 2017 - 2021, using as methodology the static and trend analysis of accounting and value management indicators that measure its growth, efficiency in the use of assets, effectiveness in the control of costs and expenses, effectiveness in the achievement of profits and Economic Value Added (EVA), which are confronted with similar companies in the national and global environment. It is found that it increases its sales and assets and fluctuates its net income; it achieves accounting returns and creates economic value added. However, these results are lower than those presented by its international peer, but it outperforms its national peer, leader in sales, in effectiveness and efficiency. The results were favorable, but not very competitive internationally.

**Keywords:** Financial administration, cost-benefit analysis, accounting, food industry  
**JEL Code:** G10, M40, L66

.....  
<sup>I</sup> Universidad del Valle, Cali, Colombia. Profesor titular, Departamento de Contabilidad y Finanzas. Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Autónoma de Madrid, España. Áreas de especialidad: Finanzas. Contacto: [jorge.rivera@correounivalle.edu.co](mailto:jorge.rivera@correounivalle.edu.co)  <http://orcid.org/0000-0003-2319-1674>

<sup>II</sup> Universidad del Valle, Cali, Colombia. Contadora Pública  <https://orcid.org/0009-0008-2168-6933>

<sup>III</sup> Universidad del Valle, Cali, Colombia. Contadora Pública.  <https://orcid.org/0009-0001-0148-2465>

## Introducción

La empresa panificadora colombiana ha tenido un crecimiento volátil por cambios en los patrones de producción y consumo en un contexto de alta competitividad por la política de apertura a los mercados internacionales. Existen algunos estudios económicos coyunturales que muestran cifras estadísticas de sus insumos, producción, ventas, exportaciones e importaciones, empleo (Sectorial 2021 y 2022), pero su desempeño financiero ha sido menos analizado, quedando pendiente por conocer ¿cuál ha sido su efectividad en el logro de utilidades para los inversionistas? y si ¿ha cumplido el propósito financiero de crear valor económico? Para poder resolver estas inquietudes los autores, como analistas independientes, sin conflicto de intereses asociados al desarrollo de esta investigación, plantean como objetivo evaluar el desempeño financiero de la empresa dedicada a la elaboración de productos de panadería en Colombia para el periodo comprendido entre 2017-2021.

La investigación utiliza como metodología el análisis estático y de tendencias de indicadores contables y de gestión de valor con el fin de permitir examinar el crecimiento, la eficiencia en el uso de activos, la eficacia en la gestión de costos y gastos, la estructura y el costo de capital, como factores que influyen sobre la efectividad para obtener utilidad contable y residual. Se halla que en el quinquenio prevaleció el crecimiento de las ventas y activos. Se lograron rentabilidades contables, cuyo comportamiento está alineado con la orientación del margen de utilidad; además, se creó valor económico agregado en cuatro años. Los resultados son cotejados con la empresa panificadora líder en ventas en Colombia y la empresa procesadora de alimentos en países del entorno mundial.

El contenido del presente artículo se inicia con el marco teórico, en el que se conceptúa y justifica, conforme a los avances en la administración financiera corporativa, los indicadores financieros apropiados para este estudio. Se sigue con la metodología, esbozando su enfoque, método, alcance y fuentes de información utilizadas. Después se presentan los resultados, donde se describe la empresa que elabora productos de panadería, y se analizan los indicadores de desempeño financiero de la empresa de sectores análogos en el país y en economías en el ámbito global, que sirven como referentes. Se examina el desempeño financiero de la empresa panificadora en Colombia. En la discusión, se confrontan los indicadores para cerrar con las conclusiones.

## Marco Teórico

Los indicadores de origen contable permiten medir y analizar algunas actividades financieras como el crecimiento, la eficiencia, la eficacia y la efectividad. El crecimiento de la empresa se puede dimensionar con las tendencias del activo, las ventas, y la utilidad neta (Dumrauf, 2017). “La eficiencia con la cual una empresa utiliza sus recursos, en especial los activos operacionales, según la velocidad de recuperación del dinero invertido en cada uno de los mismos” (Ortiz, 2018, p. 223) es medida por las rotaciones de: cartera, inventario, activo fijo, activo neto operacional y activo total (Rivera, 2017). Se hallan al relacionar las ventas con cada clase de activo, excepto el inventario, donde las ventas son reemplazadas



por el costo de ventas debido a que el inventario está contabilizado a valor de costo. El cociente indica las veces que rota el activo en el periodo en que ocurrieron las ventas.

La eficacia en el control de los costos y gastos de la empresa y su efecto sobre la utilidad es medida por los márgenes de utilidad: bruta, operacional y neta (Rivera, 2017). Se hallan al relacionar cada clase de utilidad entre las ventas, y su cociente representa la utilidad que proporciona las ventas, y pueden presentarse en porcentaje. La efectividad en conseguir utilidades contables para inversores o propietarios se determina por la rentabilidad del activo (ROA) y la rentabilidad del patrimonio (ROE) respectivamente (Ross, Westerfield, Jaffe y Jordan, 2019). El ROA mide la utilidad operacional que suministra el activo, y se calcula al relacionar la utilidad operacional con el activo; mientras que el ROE mide la utilidad neta que suministra el patrimonio, y se calcula al relacionar la utilidad neta con el patrimonio.

El sistema Dupont establece que el ROA “depende de dos factores: las ventas que la empresa genera a partir de sus activos (rotación de activos) y la utilidad que obtiene por cada dólar de ventas (margen de utilidad operativa)” (Brealey, Myers, Allen y Edmans, 2023, p. 839), y se determina con su producto; en tanto que con el sistema Dupont ampliado se muestra que el ROE depende de tres factores: rotación de activos, margen de utilidad neta y multiplicador del capital contable<sup>4</sup> (Brigham y Ehrhardt, 2018). Es decir, la efectividad expresada por el ROA resulta de multiplicar la eficiencia por la eficacia; mientras que la efectividad mostrada por el ROE surge de multiplicar la eficiencia por la eficacia y por el apalancamiento financiero (Rivera, 2017).

Los indicadores que tienen como fuente de información los registros contables son cuestionados porque estos datos pueden verse afectados por las políticas contables adoptadas (Atrill, 2017), por estar expuestos a ser manipulados (Salaga, Bartosova y Kicova, 2015), porque incluyen actividades empresariales no propias de su razón de ser (Haro y Monzón, 2020). Así también, por no tener en cuenta el riesgo, ni el costo de capital propio (Stern y Willette, 2014), que han motivado el surgimiento de modelos de gerencia basados en el valor, que evalúan el desempeño financiero de la empresa mediante el cálculo y análisis de utilidad residual; en donde el EVA es el más reconocido (Dobrowolski, Drozdowski, Panait y Babczuk, 2022).

El EVA resulta de restar a la utilidad operacional después de impuestos (UODI), el cargo de capital (Stewart, 2000), que para un período  $t$  sería:

$$EVA_t = UODI_t - \text{Cargo de capital}_t, \quad [1]$$

El cargo de capital en el período  $t$  es equivalente a:

$$\text{Cargo de capital}_t = (ANO_t)(K_o_t), \quad [2]$$

$ANO_t$  representa el activo neto operacional del período  $t$ , que resulta de sumar el capital de trabajo neto operativo ( $KTNO_t$ ) con el activo fijo neto operacional ( $AFNO_t$ ):

.....

<sup>4</sup> También denominado apalancamiento financiero, que resulta de relacionar el activo con el patrimonio.

$$ANO_t = KTNO_t + AFNO_t \quad [3]$$

El  $KTNO_t$  revela la diferencia entre el activo corriente operacional y el pasivo a corto plazo sin costo explícito. El  $AFNO_t$  resulta de sustraer la depreciación al activo fijo operacional.

El  $Ko_t$  simboliza el costo promedio ponderado de los recursos financieros en el período  $t$ ; de acuerdo con Modigliani y Miller (1963, p. 441) se halla así:

$$Ko_t = Ke(1 - L) + Ki(1 - t)L, \quad [4]$$

En donde  $Ke$  representa el costo del patrimonio<sup>5</sup>.  $L$  simboliza el endeudamiento utilizado para financiar el  $ANO$ .  $Ki$  significa la tasa de interés del pasivo, pero como los intereses poseen escudo fiscal, el costo de la deuda sería  $Ki(1 - t)$ ; donde  $t$  es la tasa de impuestos de la empresa.

Stewart (2000) presenta otra forma de calcular el EVA:

$$EVA = (ANO_t) [(UAIIt) (1 - t) / (ANO_t) - (Ko_t)] \quad [5]$$

En donde  $(UAIIt)(1 - t)/ANO_t$  representa el rendimiento después de impuestos del activo neto operacional; y su diferencia con el costo promedio ponderado de capital, se le conoce como el porcentaje de utilidad o pérdida residual, dependiendo si es positivo o negativo.

Este rendimiento puede descomponerse en dos factores: el margen de utilidad operacional después de impuestos  $(UAIIt)(1 - t)/ventas_t$  y la rotación del activo neto operacional  $ventas_t/ANO_t$ , manteniendo su equivalencia:

$$(UAIIt)(1 - t)/ANO_t = [(UAIIt)(1 - t)/ventas_t] [ventas_t/ANO_t] \quad [6]$$

El valor actual de los EVAs de varios periodos se conoce como el Valor de Mercado Agregado  $VMA$  (Stewart, 2019); que puede enunciarse así:

$$VMA = \sum_{j=1}^{j=n} EVA_j / (1 + Koj)^j \quad [7]$$

El EVA que crea el activo neto operacional es igual a:

$$EVA_t / ANO_t \quad [8]$$

## Metodología

Se usó como método el análisis estático y de tendencias de indicadores contables (Zutter y Smart, 2019) y de gerencia del valor apropiados para examinar el desempeño financiero de la empresa panificadora bajo un enfoque de investigación cuantitativo. Los indicadores contables seleccionados fueron aquellos que miden el crecimiento, la eficiencia, la eficacia y la efectividad, mientras que los indicadores de gestión del valor elegidos fueron el valor económico agregado, el valor de mercado agregado y el EVA del ANO.

.....

<sup>5</sup> Como las empresas panificadoras no cotizan en la bolsa de valores, se aplica la metodología del CAPM de Pure Play (Rivera y Alarcón, 2012) para hallar el  $Ke$ .

Estos indicadores se calcularon con base en los estados financieros de panaderías colombianas en el período 2017-2021, obtenidos de EMIS Professional (2022) y Superintendencia de Sociedades (2022) para un promedio de 94 empresas panificadoras distribuidas así: 74 panaderías para el 2017; 96 para el 2018; 104 para el 2019; 101 para el 2020 y 94 para el 2021<sup>6</sup>. Se realizaron confrontaciones con empresas de sectores semejantes en el ámbito nacional e internacional mediante el cálculo y análisis de indicadores de desempeño financiero tomados de la Revista Dinero (2018, 2019, 2020, 2021 y 2022) y de Damodaran (2022).

## Resultados

En esta sección se identifica las actividades de la empresa dedicada a la elaboración de productos de panadería. Se analiza el desempeño financiero de fábricas de sectores referentes en el contorno nacional e internacional. Al final se hace un diagnóstico financiero de dicha empresa en Colombia.

### Descripción de la empresa dedicada a la elaboración de productos panadería en Colombia

De acuerdo con la Clasificación Industrial Internacional Uniforme, esta manufactura hace parte de la clase 1081 que tiene como principales actividades la preparación de pan, panecillos, pasteles, tortas, tartas, tostadas, galletas, productos de pastelería, bizcochos empacados, aperitivos, tortillas de maíz o trigo, rollos, buñuelos, arepas y productos de panadería congelados (DANE, 2020).

De acuerdo con el DANE (2023a) el número de establecimientos que manufacturan productos de panadería en Colombia en el período 2017-2021 ha venido disminuyendo, pues en la encuesta realizada pasaron de 473 en el 2017 a 400 en el 2021, y cuyo promedio en el quinquenio fue de 432 fábricas panaderas, que representa el 5,7% de la industria manufacturera, con variaciones no superiores al 0,2%; de otro lado, el personal ocupado aumentó hasta el 2018, luego disminuyó, y su promedio fue de 28.977 personas, equivalente al 4,2% del empleo generado por la industria manufacturera, con oscilaciones que no superaron el 0,2% (Tabla 1).

El crecimiento promedio de la industria de productos de panadería, de molinería, macarrones y de alimentos preparados para animales en el periodo 2017-2021 fue de 1,4%, con un decrecimiento anual que va de 2,3% en el 2017 a -2,9% en el 2021, salvo en el 2019 que creció 4,3%; tendencia que no fue afín al comportamiento del PIB que creció, con una caída en el 2020, y cuyo promedio fue de 2,2%. Su contribución al PIB estuvo alrededor del 0,53% (Tabla 1).

.....

<sup>6</sup> Se tomaron todas las empresas que reportaron estados financieros a la Superintendencia Sociedades, que es una entidad oficial, más aquellas que tienen informes financieros en EMIS profesional, que es una entidad privada, que presenta informes financieros de más de 703.000 empresas colombianas de todos los sectores económicos, con las que se pudo obtener una población promedio de 330 empresas. De las cuales se apartaron aquellas empresas que mostraban estados financieros resumidos, donde no se identificaban cuentas requeridas para este estudio, quedando una población depurada promedio de 94 empresas.

**TABLA 1. ELABORACIÓN DE PRODUCTOS DE PANADERÍA: ESTABLECIMIENTOS Y EMPLEOS CON RELACIÓN AL SECTOR MANUFACTURERO EN COLOMBIA Y PRODUCCIÓN CON RELACIÓN AL PIB**

	2017	2018	2019	2020	2021	promedio
No. establecimientos	473	444	430	415	400	432
% de establecimientos	5,8	5,6	5,6	5,7	5,6	5,7
No. empleos	29.371	29.933	30.475	27.793	27.312	28.977
% de empleos	4,1	4,2	4,3	4,2	4,0	4,2
Crecimiento de elaboración de productos de panadería* (%)	2,3	1,4	4,3	1,9	-2,9	1,4
Participación de la elaboración de productos de panadería* con relación al PIB (%)	0,52	0,51	0,52	0,57	0,50	0,53
Crecimiento del PIB (%)	1,4	2,6	3,2	-7,3	11,0	2,2

Fuente: Elaboración propia con base en DANE (2023a y 2023b).

Nota: \*Además incluye elaboración de productos de molinería, almidones y macarrones y de harina similares, y elaboración de alimentos preparados para animales.

## Empresas referentes de elaboración de alimentos

Los indicadores de desempeño financiero de un promedio de 23 empresas panificadoras de mayores ventas en Colombia en el periodo 2017-2021 se presentan en la Tabla 2. Los indicadores de crecimiento como las ventas, activos y utilidad neta fluctuaron con diferente frecuencia. Las ventas decayeron en el primer año, pero luego crecieron; la utilidad neta se redujo hasta el 2019, pero aumentó posteriormente. Mientras que los activos cambiaron de orientación cada año. Los promedios de indicadores fueron: ventas (\$186.118 MM), activos (\$225.907 MM) y utilidad neta (\$9.734 MM). Ver Tabla 2, parte a.

**TABLA 2. INDICADORES CONTABLES DE LA EMPRESA PANIFICADORA COLOMBIANA DE MAYORES VENTAS**

Indicador	2017	2018	2019	2020	2021	promedio
No. Empresas	18	23	23	26	24	23
a. crecimiento (MM\$)						
Ventas	185.814	159.177	179.180	184.195	222.220	186.118
Activos	251.319	195.106	230.011	207.054	246.044	225.907
Utilidad neta	11.932	8.593	8.040	9.581	10.526	9.734
b. indicadores contables						
Rotación activos (veces) <sup>1</sup>	0,74	0,82	0,78	0,89	0,90	0,83
Margen neto (%) <sup>2</sup>	6,4	5,4	4,5	5,2	4,7	5,2
Apalancamiento financiero (%) <sup>3</sup>	188,8	186,7	207,4	192,5	190,9	193,2
ROE (%) <sup>4</sup>	9,0	8,2	7,2	8,9	8,2	8,4

Fuente: Elaboración propia, con información de la Revista *DINERO* (2018, 2019, 2020, 2021 y 2022).

Nota: MM\$ significa cantidad en millones de COP.

Desviación estándar: <sup>1</sup>σ = 0,07 veces <sup>2</sup>σ = 0,7% <sup>3</sup>σ = 8,2% <sup>4</sup>σ = 0,7%

Los inductores del rendimiento del patrimonio presentaron los siguientes comportamientos: La rotación de activos aumentó, salvo en el 2019 que disminuyó; su promedio fue de 0,83 veces. El margen neto cayó, excepto en el 2020 donde subió; su promedio fue de 5,2%. El apalancamiento financiero disminuyó, menos en el 2019 donde aumentó; su promedio fue de 193,5%. El rendimiento del patrimonio decayó con una corrección en el 2020 donde aumentó; lo cual deja un promedio de 8,4% en el quinquenio. La relación directa entre el ROE y el margen de utilidad neta evidencia que el comportamiento de la efectividad estuvo más ligada a la orientación de la eficacia en la gestión de erogaciones; ambas fueron mayores en el 2017 y menores en el 2019, elevada por un apalancamiento financiero positivo (Tabla 2, parte b.).

Los indicadores de desempeño financiero de la empresa procesadora de alimentos en el medio global para un promedio de 1.293 firmas en el período 2017-2021 se exhiben en la Tabla 3. Las ventas, los activos y la utilidad neta aumentaron con una corrección a la baja en 2020 en el segundo y en el 2019 en el tercer indicador. Los promedios fueron: ventas (\$1.016 MMUS), activos (\$582 MMUS) y utilidad neta (\$56 MMUS). Ver Tabla 3, parte a.

**TABLA 3. INDICADORES DE LA EMPRESA PROCESADORA DE ALIMENTOS EN EL MEDIO GLOBAL**

	2017	2018	2019	2020	2021	promedio
No. de empresas	1.270	1.234	1.262	1.322	1.377	1.293
a. crecimiento (MMUS\$)						
Ventas	972	996	1.004	1.031	1.075	1.016
Activos	525	573	606	599	610	582
Utilidad neta	53	59	39	61	66	56
b. indicadores contables						
ROE (%) <sup>1</sup>	12,2	12,5	7,9	13,0	13,6	11,8
Rotación activos (veces) <sup>2</sup>	1,85	1,74	1,66	1,72	1,76	1,75
Margen neto (%) <sup>3</sup>	5,5	5,9	3,8	6,0	6,2	5,5
Apalancamiento financiero (%) <sup>4</sup>	119,7	121,6	124,8	127,0	124,6	123,5
c. indicadores de gestión de valor						
EVA (MMUS\$)	39	29	37	54	51	42
UODI (MMUS\$)	73	72	72	84	84	77
Cargo de capital (MMUS\$)	35	42	35	29	33	35
ANO (MMUS\$)	525	573	606	599	610	582
Ko (%) <sup>5</sup>	6,7	7,4	5,8	4,9	5,4	6,0
UODI/ANO (%) <sup>6</sup>	14,0	12,5	11,9	14,0	13,8	13,2
Utilidad o pérdida residual (%) <sup>7</sup>	7,3	5,1	6,1	9,1	8,4	7,2
VMA a 1-1-2017 (MMUS\$)	185					
EVA/ANO	0,07	0,05	0,06	0,09	0,08	0,07

Fuente: Elaboración propia con base en DAMODARAN (2022).

Nota: MMUS\$ significa cantidad en millones de dólares americanos.

Desviación estándar: <sup>1</sup>  $\sigma$  = 2,2% <sup>2</sup>  $\sigma$  = 0,07 veces <sup>3</sup>  $\sigma$  = 0,9% <sup>4</sup>  $\sigma$  = 2,9% <sup>5</sup>  $\sigma$  = 1,0% <sup>6</sup>  $\sigma$  = 1,0% <sup>7</sup>  $\sigma$  = 1,6%

Los factores del rendimiento del patrimonio mostraron las siguientes orientaciones: la rotación de activos varió cada bienio, y su promedio fue de 1,75 veces; el margen neto subió, aunque con un descenso en el 2019, y su promedio fue de 5,5%; mientras que el apalancamiento financiero creció, pero cayó en el último año, su promedio fue de 123,5%.

El rendimiento del patrimonio aumentó, con una caída en el 2019, y logró un promedio de 11,8%; con lo que se puede deducir que el comportamiento de la efectividad en la consecución de ganancias a los propietarios sigue la tendencia de la eficacia en el control de costos y gastos (Tabla 3, parte b.).

La empresa procesadora de alimentos en el medio global creó valor económico agregado con caídas al comienzo y final del quinquenio, y su promedio fue de \$42 MMUS. Al revisar los inductores, se observó que el EVA tuvo una relación negativa con el cargo de capital y el costo de capital, y fue poco afín a las orientaciones de la UODI, que cambió cada bienio, del indicador UODI/ANO, que descendió, pero con una subida en el 2020, y del ANO que aumentó, aunque con una caída en el 2020. Los promedios fueron así: cargo de capital (\$ 35 MMUS), Ko (6,0%), UODI (\$77 MMUS), UODI/ANO (13,2%) y ANO (\$582 MMUS).

Como la UODI fue mayor al cargo de capital se creó EVA cada año; lo que fue ratificado por la diferencia entre los indicadores UODI/ANO y Ko, que produjo un porcentaje de utilidad residual anual. En promedio se generó 0,07 US de EVA por cada dólar invertido en activos netos operacionales. En el quinquenio la creación de valor fue de \$185 MMUS a valor de 01.01.2017 (parte c. de la Tabla 3).

## Desempeño financiero de la empresa panificadora en Colombia

En este apartado se analiza para el periodo 2017-2021, el crecimiento, la eficiencia, la eficacia, la efectividad y el valor económico agregado de la empresa panificadora en Colombia. Las ventas y activos crecieron, salvo por un declive en el 2018, en tanto que la utilidad neta aumentó al comienzo y final del periodo, aunque disminuyó en el interludio. Los promedios de las ventas, activos y utilidad neta fueron respectivamente de \$53.356 MM, \$45.162 MM y \$1.571 MM (parte a. de la Tabla 4).

Los comportamientos de los indicadores de eficiencia fueron disímiles. La rotación de cartera aumentó, excepto una caída en el 2020; la rotación de inventarios disminuyó, interrumpido con un aumento en el 2020; la rotación del activo fijo disminuyó, y solo aumentó en el último año; mientras que la rotación de activos fluctuó cada año. Las mayores eficiencias en la gestión de inventarios (9,23 veces), de activos (1,19 veces), de cartera (10,12 veces) y del activo fijo (1,75 veces) tuvieron lugar en el 2017 en las dos primeras y en el 2021 en las dos últimas. Las menores eficiencias en la administración del activo fijo (1,65 veces), de activos (1,16 veces), de inventarios (7,95 veces) y de cartera (8,83 veces) se presentaron en el 2020 en las dos primeras, en el 2021 en la tercera y en el 2017 en la cuarta, como se observa en la parte b. de la Tabla 4. En orden descendente los promedios anuales (en veces) fueron: 9,65 en la rotación de cartera; 8,88 en la rotación de inventario; 1,69 en la rotación del activo fijo y 1,18 en la rotación de activos.

**TABLA 4. INDICADORES CONTABLES DE LA EMPRESA PANIFICADORA EN COLOMBIA**

	2017	2018	2019	2020	2021	promedio
a. Crecimiento (MM\$)						
Ventas	58.694	48.343	49.219	49.855	60.670	53.356
Activos	49.159	40.915	41.386	43.104	51.246	45.162
Utilidad neta	1.367	2.805	1.171	805	1.707	1.571



b. Eficiencia (veces)						
Rotación cartera	8,83	9,39	10,09	9,83	10,12	9,65
Rotación inventario	9,23	9,08	8,94	9,22	7,95	8,88
Rotación activo fijo	1,71	1,66	1,69	1,65	1,75	1,69
Rotación activos <sup>1</sup>	1,19	1,182	1,189	1,16	1,18	1,18
c. Eficacia (%)						
Margen bruto	35,8	36,7	36,1	33,4	33,3	35,1
Margen operacional	4,0	5,3	4,5	3,5	4,3	4,3
Margen neto <sup>2</sup>	2,3	5,8	2,4	1,6	2,8	3,0
d. Apalancamiento financiero (%)						
Activo/patrimonio <sup>3</sup>	279,8	259,6	281,6	286,2	275,9	276,6
e. Efectividad (%)						
ROA	4,8	6,2	5,3	4,0	5,1	5,1
ROE <sup>4</sup>	7,8	17,8	8,0	5,3	9,2	9,6

Fuente: Elaboración propia con base en EMIS PROFESSIONAL (2022) y SUPERINTENDENCIA DE SOCIEDADES (2022).

Nota: MM\$ significa cantidad en millones de COP

Desviación estándar: <sup>1</sup>  $\sigma$  = 0,01 veces <sup>2</sup>  $\sigma$  = 1,6% <sup>3</sup>  $\sigma$  = 10,2% <sup>4</sup>  $\sigma$  = 4,8%

Las orientaciones de los indicadores de eficacia fueron semejantes: aumentaron en el primer y último año, y disminuyeron en el intermedio, excepto el margen bruto que siguió disminuyendo al final. Las mayores eficacias en el control de costos de producción (36,7%), de costos-gastos operacionales (5,3%) y de costos-gastos totales (5,8%) ocurrieron en el 2018; en contraste, las menores eficacias sucedieron en su orden en el 2020 para las dos últimas (3,5% y 1,6%) y en el 2021 (33,3%) para la primera. Al cotejar los promedios del margen bruto (35,1%) con el margen operacional (4,3%) y con el margen neto (3,0%) se encuentra que los costos de ventas representaron el 64,9%, las erogaciones operacionales el 30,7% y el neto de actividades no operacionales el 1,3% (parte c. Tabla 4). El apalancamiento financiero cayó al inicio y final del quinquenio, y subió en el interludio; su mayor y menor valor se presentó en el último bienio: 2020 (286,2%) y 2021 (275,9%), y su promedio fue de 276,6% (parte d. Tabla 4). Los indicadores de efectividad tuvieron idénticas orientaciones: se elevaron al inicio y final del quinquenio, y descendieron en años intermedios; sus mayores y menores valores tuvieron lugar en el 2018 y en el 2020: ROA (6,2% y 4,0%) y ROE (17,8% y 5,3%).

El ROA promedio de los cinco años fue de 5,1%, resultado de la multiplicación del margen operacional (4,3%) por la rotación de activos (1,18 veces); guardando una relación directa con el margen operacional, en las que las mayores y menores eficacias y efectividades se presentaron en idénticos años; con lo que se puede deducir que el comportamiento de la efectividad en la consecución de utilidades operacionales en la panadería colombiana estuvo más cercana a la orientación de la eficacia en el control de erogaciones operacionales.

Por otra parte, el ROE promedio fue de 9,6%, resultado de la multiplicación del margen neto (3,0%), por la rotación del activo total (1,18 veces) y por el apalancamiento financiero (276,6%); manteniendo una relación directa con el margen neto, y coincidiendo los años de mayor y menor eficacia y efectividad; igualmente, el ROE fue incrementado por un

apalancamiento financiero positivo; con lo que se puede inferir que el comportamiento de la efectividad en la obtención de utilidades netas en las panaderías colombianas tuvo una importante influencia en la orientación de la eficacia en el control de erogaciones totales, que fue amplificado por el apalancamiento financiero.

El ROE promedio (9,6%) fue superior al del ROA promedio (5,1%) debido al efecto de un apalancamiento financiero positivo (parte e. Tabla 4). La empresa panificadora colombiana creó EVA en los últimos cuatro años, y su promedio fue de \$130 MM. El EVA aumentó al inicio y final del quinquenio, y disminuyó en el intermedio. El EVA fue negativo en el 2017 (\$-173 MM), pero llegó a un valor positivo en el siguiente año (\$256 MM), aunque en el siguiente bienio se redujo hasta llegar a \$ 41 MM en el 2020, sin embargo, el 2021 vuelve a subir (\$360 MM).

El comportamiento del EVA es similar a la orientación de la UODI, concordado los años de sus picos bajos (2017) y altos (2021); pero no fue así con el cargo de capital que se redujo hasta el penúltimo año, para luego crecer en el último. Los promedios de UODI y cargo de capital fueron de \$1.590 MM y \$1.420 MM, como la diferencia fue positiva, indica que en promedio se creó valor económico agregado. La orientación del cargo de capital resultó de la combinación de las tendencias del ANO y el Ko. El ANO creció, después de una caída en el 2018, al contrario del Ko que decreció, pero en el último año aumentó. El promedio del ANO fue de \$20.042 MM y del Ko 7,1% (Tabla 5).

**TABLA 5. INDICADORES DE GESTIÓN DEL VALOR DE LA EMPRESA PANIFICADORA EN COLOMBIA**

	2017	2018	2019	2020	2021	promedio
EVA (MM\$)	- 173	256	164	41	360	130
UODI (MMUS\$)	1.590	1.702	1.481	1.175	1.799	1.549
Cargo de capital (MM\$)	1.763	1.446	1.317	1.133	1.439	1.420
ANO (MM\$)	21.438	18.944	17.232	20.047	22.547	20.042
Ko (%) <sup>1</sup>	8,2	7,6	7,6	5,7	6,4	7,1
UODI/ANO (%) <sup>2</sup>	7,4	9,0	8,6	5,9	8,0	7,8
Margen UODI (%)	2,7	3,5	3,0	2,4	3,0	2,9
Rotación ANO (veces)	2,74	2,55	2,86	2,49	2,69	2,66
Utilidad o pérdida residual (%) <sup>3</sup>	-0,8	1,4	0,9	0,2	1,6	0,7
VMA a 1-1-2017 (MM\$)	477					
EVA/ANO	-0,01	0,01	0,01	0,00	0,02	0,01

Fuente: Elaboración propia con base en EMIS PROFESSIONAL (2022), SUPERINTENDENCIA DE SOCIEDADES (2022) Y DAMODARAN (2022).

Notas: MM\$ significa cantidad en millones de COP.

<sup>1</sup>  $\sigma$  = 1,1%.

<sup>2</sup>  $\sigma$  = 1,2%.

<sup>3</sup>  $\sigma$  = 1,0%.

El EVA y los indicadores UODI/ANO y UODI/ventas mantuvieron una relación directa; lo que muestra que la orientación de la eficacia en el control de erogaciones operacionales impera sobre la tendencia de su valor económico agregado. El promedio del UODI/ANO (7,8%) fue superior al promedio del Ko (7,1%), lo que origina un porcentaje de utilidad

residual del 0,7%, que confirma en términos relativos el motivo por el cual se creó en promedio EVA. El VMA de la empresa panificadora colombiana al 01.01.2017 fue de \$477 MM, que ratifica que en el periodo evaluado se creó valor, y revalida los resultados favorables de los indicadores contables de desempeño financiero, como las utilidades, los márgenes y los rendimientos (Tabla 5).

## Discusión

En esta sección se contrastan los indicadores de desempeño financiero que miden el crecimiento, la eficiencia, la eficacia, la efectividad y el valor económico agregado de la empresa panificadora colombiana (EPC) con los de la empresa panificadora colombiana de mayores ventas (EPCV) y de la empresa procesadora de alimentos en el medio global (EPAG).

### Crecimiento

El único indicador que presentó un comportamiento semejante en las tres agrupaciones fue las ventas, que aumentó siempre en la EPAG, y, después de una caída en el 2018, en las dos agrupaciones colombianas. Los activos aumentaron en la EPC y la EPAG, con caídas en el 2018 en la EPC y en el 2020 en la EPAG, pero oscilaron en la EPCV. La utilidad neta fluctuó en diferentes frecuencias en los dos grupos nacionales, y creció con una caída en el 2019 en la empresa foránea (Tablas 2, 3 y 4).

### Eficiencia

La orientación de la rotación de activos no fue similar en los tres grupos. El promedio de este indicador fue menor en los grupos colombianos, en particular en la EPCV donde fue más bajo; pero su dispersión fue menor en la EPC ( $\sigma = 0,01$  veces) en relación con las de la EPCV y de la EPAG que fueron iguales ( $\sigma = 0,07$  veces); con lo que se puede deducir que la EPC mantuvo una eficiencia intermedia, pero más estable, en el empleo de los activos en relación con sus pares nacional e internacional (Tablas 2,3 y 4).

### Eficacia

Los márgenes netos de los tres grupos difirieron en su comportamiento. El promedio de este indicador fue menor en los grupos colombianos, en especial en la EPC donde fue más bajo; además la dispersión fue mayor en la EPC ( $\sigma = 1,6\%$ ) en relación con la EPAG ( $\sigma = 0,9\%$ ) y la EPCV ( $\sigma = 0,7\%$ ); con lo que se puede concluir que la EPC fue la menos eficiente e inestable en el control de erogaciones (Tabla 2, 3 y 4).

### Apalancamiento financiero

El apalancamiento financiero tuvo tendencias diferentes en los tres grupos. El promedio de este indicador fue mayor en los grupos colombianos, en especial en la EPC donde fue más alto; además, la dispersión fue más alta en la EPC ( $\sigma = 10,2\%$ ) en relación con la EPCV ( $\sigma = 8,2\%$ ) y la EPAG ( $\sigma = 2,9\%$ ), lo que muestra que la EPC hace mayor uso del apalancamiento financiero, pero de manera más inestable, contrario al menor uso y estabilidad que se presentó en la EPAG (Tablas 2, 3 y 4).



## Efectividad

El rendimiento del patrimonio presentó orientaciones diferentes en los tres grupos. Al cotejar el ROE promedio de la EPC (9,6%) con el de la EPCV (8,4%), y el de la EPAG (11,8%) se observa una superioridad de la empresa en el medio global, aunque con una estabilidad intermedia ( $\sigma = 2,2\%$  contra a una  $\sigma = 0,7\%$  en la EPCV, y una  $\sigma = 4,8\%$  en la EPC) debido a que su margen neto y rotación de activos fueron superiores y con una estabilidad intermedia.

Al confrontar el ROE promedio de los dos grupos colombianos se halló que fue mayor en la EPC, pero con mayor dispersión en virtud de que su rotación de activos y apalancamiento financiero fueron superiores (en promedio 1,18 veces y 276,6% frente a 0,83 veces y 193,2% en la EPCV) y con una mayor desviación estándar del apalancamiento financiero ( $\sigma = 10,2\%$  frente  $\sigma = 8,2\%$  en la EPCV). Ver Tablas 2,3 y 4.

Lo anterior demuestra que la mayor efectividad en la obtención de beneficios para los propietarios en el periodo 2017-2021 por parte de la EPC en comparación con la EPCV fue debido a su mayor eficiencia en el uso de activos y al uso de un mayor apalancamiento financiero positivo; pero las agrupaciones colombianas fueron menos eficientes y eficaces que su par global.

## Valor económico agregado

El EVA fue positivo en los últimos cuatro años en la EPC y en todos los años en la EPAG, pero sus orientaciones fueron inversas. Al inspeccionar sus inductores se halló que el promedio de UODI/ANO en la EPC (7,8%) fue inferior al de la EPAG (13,2%), además, el promedio del costo de capital en la EPC (7,1%) fue superior al de la EPAG (6,0%), originando un porcentaje de utilidad residual de 0,7% en la EPC y del 7,2% en la EPAG. Los inductores del EVA fueron más inestables en la EPC como se puede corroborar al contrastar la  $\sigma$  del indicador UODI/ANO (1,2% en la EPC versus 1,0% en la EPAG), y la  $\sigma$  del Ko (1,1% en la EPC versus 1,0% en la EPAG). La creación de EVA por lo invertido en activos netos operacionales fue menor en la EPC (0,01) con relación a la EPAG (0,07). Ver Tablas 3 y 5.

## Hallazgos e implicaciones

En esta investigación se halla que la empresa panificadora colombiana creó valor en el período 2017-2021 porque el promedio de la rentabilidad después de impuestos del activo neto operacional superó el promedio del costo de capital. Además, los indicadores contables de desempeño financiero presentaron resultados favorables. No obstante, cuando se compara con los indicadores tradicionales contables de desempeño financiero de su par global se encuentra que fue menos eficiente, eficaz y efectiva. Cuando se contrasta con los indicadores de gestión de valor de su referente internacional se observa que fue menos efectiva en la obtención de utilidades operacionales después de impuestos con la inversión realizada en activos netos operacionales. El costo de los recursos financieros fue más alto.

Lo anterior reduce su competitividad ante la empresa foránea. Al revisar los dos grupos colombianos se observa que la empresa panificadora colombiana fue más efectiva que su

homóloga líder en ventas, debido a que fue más eficiente y usó un mayor apalancamiento financiero positivo, con lo cual contrarrestó su menor eficacia (ver Figura 1).

**FIGURA 1: COMPARATIVO DE INDICADORES DEL DESEMPEÑO FINANCIERO**

ROE (%)	=	Margen neto (%)	x	Rotación de activos (veces)	x	Apalancamiento financiero (%)
Mayor en EPAG		Mayor		Mayor		Menor
Intermedio en EPC	=	Menor	x	Intermedio	x	Mayor
Menor en EPCV		Intermedio		Menor		Intermedio
Utilidad residual (%)	=	UODI/ANO (%)	-	Ko (%)		
Mayor en EPAG	=	Mayor	-	Menor		
Menor en EPC		Menor		Mayor		

Fuente: Elaboración propia


Es pertinente complementar los hallazgos de esta investigación dando cabida a otras variables que fueron omitidas por el alcance de este estudio, por ejemplo, la naturaleza jurídica, el tamaño por activos y la edad.

## Conclusiones

El estudio del desempeño financiero en el período 2017-2021 de la empresa panificadora colombiana encontró un incremento de sus ventas y activos después de la caída en el 2018; y un aumento de la utilidad neta al inicio y final, con un descenso en el intermedio. Solo el comportamiento de las ventas de la panificadora líder en ventas tuvo una directriz similar, pero ninguno fue afín al presentado por la empresa análoga en el medio global.

Los rendimientos de los activos y del patrimonio de la EPC fueron positivos y con tendencias afines, además, mantuvieron relaciones directas con la eficacia en el control de erogaciones operacionales y totales respectivamente; esta última fue ampliada por un apalancamiento financiero positivo. En el quinquenio la EPC resultó ser más efectiva que la EPCV, ya que su ROE promedio fue de 9,6% frente a un 8,4% de la EPCV; debido a su mayor eficacia en el uso de activos y a su mayor apalancamiento financiero positivo, que subsanaron su menor eficacia en el control de costos y gastos. No obstante, el ROE de la EPC fue menos estable.

Asimismo, se halló que la EPAG fue más efectiva que los dos grupos colombianos, por ser más eficaz en el control de erogaciones totales y más eficiente en el empleo de activos; además, estos tres indicadores fueron más estable. De otro lado se encontró que la empresa panificadora colombiana creó valor agregado en últimos cuatro años, y en promedio, porque el rendimiento exigido por los inversionistas fue sobrepasado por la rentabilidad después de impuestos del activo neto operacional. El comportamiento del EVA mantuvo una relación directa con el rendimiento después de impuestos del activo neto operacional y con el margen de utilidad operacional después de impuestos, reafirmando la importancia de la eficacia en el control de erogaciones sobre la efectividad y logro de utilidades residuales.

Asimismo, se encontró que la EPAG creó EVA en cada año, logrando un porcentaje de utilidad residual más alta y una mayor generación de EVA por cada unidad monetaria invertida que las obtenidas por la EPC. Aunque los resultados de la empresa panificadora colombiana fueron favorables internamente y en comparación con su par nacional, en el contexto internacional muestra desventajas en su eficiencia, eficacia y efectividad; los cuales ameritan ser ampliados en futuras investigaciones, que al menos se podría tratar en dos frentes: profundizar en cada uno de los indicadores evaluadores o ampliar el análisis para grupos de empresas panificadoras homogéneas en tamaño por activos, edad y naturaleza jurídica. 



## Referencias

- Atrill, P. (2017). *Financial Management for Decision Maker* (8a ed.). Pearson Educación.
- Brealey, R., Myers, S., Allen, F. y Edmans, A. (2023). *Principles of corporate finance* (14ª ed.). New York: McGraw- Hill.
- Brigham, E. y Ehrhardt, M. (2018). *Finanzas corporativas. Enfoque central* (1ª ed.). Cengage Learning.
- Damodaran, A. (2022). Archived data-Return measures [Base de datos en línea]. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- DANE (2020). *Clasificación industrial internacional uniforme de todas las actividades económicas. Revisión 4 adaptada para Colombia. CIU Rev. 4 A.C.* [https://www.dane.gov.co/files/sen/nomenclatura/ciu/CIU\\_Rev\\_4\\_AC2020.pdf](https://www.dane.gov.co/files/sen/nomenclatura/ciu/CIU_Rev_4_AC2020.pdf)
- DANE (2023a). *Encuesta anual manufacturera. Anexos principales variables 2017-2021.* <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/industria/encuesta-anual-manufacturera-enam/eam-historicos>
- DANE (2023b). *Producto Interno Bruto desde el enfoque de la producción a precios constantes I trimestre 2023.* <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/cuentas-nacionales/cuentas-nacionales-trimestrales/pib-informacion-tecnica>
- Dobrowolski, Z., Drozdowski, G., Panait, M. y Babczuk, A. (2022). ¿Can the economic value added be used as the universal financial metric? *Sustainability*, 14, 2967. <https://doi.org/10.3390/su14052967>
- Dumrauf, G. (2017). *Finanzas corporativas: Un enfoque latinoamericano* (3a ed.). Alfaomega Grupo Editor Argentino.
- EMIS professional (2022). ISI Emerging Markets Group [Base de datos]. <https://www-emis-com.bd.univalle.edu.co/php/dashboard?>
- Haro, D. y Monzón, R. (2020). Valor económico agregado como indicador en la gestión de negocios en las empresas. *Yachana, revista científica*, 9(2),39-49.
- Modigliani, F. y Miller, M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, 53, 433-443.
- Ortiz, H. (2018). *Análisis financiero aplicado, bajo NIIF* (16ª ed.). Universidad Externado de Colombia.
- Revista Dinero (2018, junio 21). *Ranking 5 mil empresas*,544, 93-94.
- Revista Dinero (2019, junio 28). *Ranking 5 mil empresas*,568, 87.
- Revista Dinero (2020, septiembre 18). *Ranking 5 mil empresas*,598,71.
- Revista Dinero (2021, julio 25). *Ranking 5 mil empresas*,2045,49.
- Revista Dinero (2022, septiembre 10). *Ranking 5 mil empresas*,2012,61.



- Rivera, J. (2017). *Introducción a la administración financiera: fundamentos y aplicaciones para crear valor (2ª reimpresión)*. Universidad del Valle.
- Rivera, J. y Alarcón, D. (2012). El cargo de capital en la evaluación del desempeño financiero de empresas innovadoras de confecciones de Cali. *Estudios Gerenciales*, 38(123),85-100. [https://doi.org/10.1016/s0123-5923\(12\)70206-1](https://doi.org/10.1016/s0123-5923(12)70206-1)
- Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J. y Jordan, B. (2019). *Corporate finance* (12th. ed.). McGraw-Hill Education.
- Salaga, J., Bartosova, V. y Kicova, E. (2015). Economic value added as a measurement tool of financial performance. *Procedia Economics and Finance*, 26, 484-489. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)00877-1](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)00877-1)
- Sectorial (2021). *Colombia -Informe sector industria panificadora- diciembre*. <https://www-emis-com.bd.univalle.edu.co/php/url-sharing/route?url=fe07ec920401397c&>
- Sectorial (2022). *Colombia -Informe sector industria panificadora- diciembre*. <https://www-emis-com.bd.univalle.edu.co/php/url-sharing/route?url=932ff25f0401397c&>
- Superintendencia de Sociedades. (2022). Reportes masivos. *Sistema Integrado de Información Societaria (SIIS)*. <https://siis.ia.supersociedades.gov.co/>
- Stern, J., y Willett, J. (2014). A Look Back at the Beginnings of EVA and Value Based Management: An Interview with Joel M. Stern. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(1), 39-46. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2422149](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2422149)
- Stewart, B. (2000). *En busca del valor*. Ediciones Gestión 2000.
- Stewart, B. (2019). EVA, not EBITDA: A new financial paradigm for private equity firms. *Journal of Applied Corporate Finance*,31(3), 103-115.
- Zutter, C. y Smart, S. (2019). *Principles of managerial finance brief* (8a ed.). Pearson.







Como citar:

Rivera Godoy, J. A., Segura Escobar, K. S., y Urbano Noguera, A. Y. J. (2024). Empresa panificadora en Colombia: análisis con indicadores contables y gestión del valor. *Administración Y Organizaciones*, 27(52).

<https://doi.org/10.24275/OGTJ1312>

Administración y Organizaciones de la Universidad Autónoma Metropolitana - Xochimilco se encuentra bajo una licencia Creative Commons. Reconocimiento - No Comercial - Sin Obra Derivada 4.0 Internacional License.