

# **SOCIEDAD COLOMBIANA DE JUEGOS Y APUESTAS S.A. BURKENROAD REPORT\***

**LUIS BERGGRUN PRECIADO**

Maestría en Finanzas internacionales, Universidad de Amsterdam.  
Profesor Universidad Icesi, Cali, Colombia. Asesor del reporte.  
lberggru@icesi.edu.co

**JULIÁN ESTEBAN GARCÍA**

**AMALIA ANDREA GRANDE**

**PAOLA ANDREA TORRES**

Estudiantes de la especialización en Finanzas de la Universidad Icesi.

Fecha de recepción: 03-07-07

Fecha de corrección: 31-07-07

Fecha de aceptación: 17-08-07

## **RESUMEN**

Este artículo presenta un reporte Burkenroad de la empresa “Sociedad Colombiana de Juegos y Apuestas S.A.”, compañía caleña perteneciente al sector de juegos de suerte y azar, cuya actividad es la explotación de apuestas permanentes o chance. Esta empresa nació de la fusión de 18 de las 20 empresas dedicadas a esta actividad en la ciudad de Cali, con el objetivo de fortalecerse para ganar la licitación que otorga el Departamento del Valle del Cauca para el desarrollo

de esta actividad en los próximos 5 años.

Este reporte contiene una breve descripción de la compañía, así como del mercado donde opera, un resumen administrativo y un análisis de los riesgos que la organización enfrenta. Además, el reporte finaliza con el valor aproximado de la empresa a través del Método de Flujo de Caja Libre en dos escenarios, donde se muestra como más factible el segundo, en el cual la valoración sugiere un precio de \$2.04 por acción.

\* Este reporte Burkenroad fue preparado como trabajo de grado en la Especialización en Finanzas. Promoción 29, febrero 2007. Es propiedad de la Universidad Icesi.

## **PALABRAS CLAVE**

Reporte Burkenroad, Chance, Apuestas, Valoración.

## **ABSTRACT**

### ***Burkenroad Report***

This paper presents a Burkenroad report of “*Sociedad Colombiana de Juegos y Apuestas S.A.*”, a company headquartered in Cali engaged in the gambling industry in the form of permanent bets or “*chance*”. This company resulted from the merger of 18 out of 20 companies in total engaged in the gambling business in Cali. These companies merged to increase the likelihood of being awarded the bid arranged by the Valle del Cauca

Department for this kind of business in the next five years.

This report provides a brief description of the company, its market, an administrative summary, and an analysis of the risks faced by the organization. The last section of the report shows an approximate value of the company using the free cash flow method in two different scenarios. This report considers more feasible the second scenario, in which the stock valuation suggests a price per share of \$2.04

## **KEY WORDS**

Burkenroad report, “*Chance*”, Gambling, Increased Value

## **I. DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA**

### **1.1. Historia**

La operación de las apuestas permanentes en la ciudad de Cali es regulada por la gobernación del departamento, la cual asigna licitaciones por periodos de cinco años durante los cuales la(s) empresa(s) ganadora(s) tienen el derecho único de ser los distribuidores en el municipio asignado. Durante el último periodo, comprendido entre el 1 de enero de 2002 y el 31 de diciembre de 2006, la licitación fue asignada a una unión temporal conformada por las 20 empresas existentes en el municipio, quienes de esta forma podían formar parte del negocio.

Una prohibición de la gobernación a las uniones temporales para que licitaran originó la fusión de 18 de las 20 empresas legalmente establecidas, bajo la razón social de Sociedad Colombiana de Juegos y Apuestas S.A., una fusión necesaria para afrontar la competencia de otras fusiones en otros departamentos, empresas grandes como Baloto y competencia del exterior que tiene posibilidades de licitar en caso de la firma de un tratado de libre comercio.

La Ley 643 de 2001 establece un patrimonio técnico mínimo que soporte la operación disminuyendo el riesgo del apostador; con base en esta cantidad se realizaron emisiones de acciones para que fueran adquiridas por las 18 empresas de acuerdo con el porcentaje de participación que en asambleas previas se estableció.

Este proceso de preparación de la sociedad para licitar, en el periodo que inició en enero de 2007, duró aproxi-

madamente dos años, tiempo durante el cual se hicieron los acuerdos para establecer la participación de cada empresa dentro de la nueva sociedad y la emisión de títulos se hizo en los términos establecidos.

A pesar de que la fusión tiene como objetivo competir por la licitación del nuevo periodo, la operación que incluye la venta, escrutinio y pago de premios se centralizó desde el 1 de octubre de 2005, las áreas administrativas hicieron su unión a partir de abril de 2006, así la empresa opera con las características que lo haría en caso de que se le adjudique la licitación.

### **1.2. Estructura y tipo de propiedad**

Es una sociedad anónima de capital privado con capital autorizado de \$15.000.000.000 y un capital suscrito y pagado de \$10.000.000.000, conformado por 15.000.000.000 de acciones por valor nominal de \$1.00

Conformada por el siguiente grupo de accionistas: Gane Corredores de Apuestas S.A., Colombiana de Juegos y Apuestas S.A., Su Suerte S.A., Comercializadora La Confianza S.A., Apuestas Salazar E.U. (empresa unipersonal), Apuestas Colombia, El Gordo de la Suerte, Futuro Apuestas de Colombia Ltda., Sociedad La Flor Ltda., Apuestas Permanentes Midas Ltda., Apuestas el Trébol Ltda., Apuestas Uno A E.U., Apuestas MF E.U., Apuestas y Juegos Farallones, Apuestas Las Vegas Ltda., La Sultana Ltda., Ganar S.A. y Apuestas Palma.

### **1.3. Infraestructura**

En los últimos años las empresas de apuestas permanentes han visto la

necesidad de modernizar la estructura de su operación con el fin de garantizar al apostador una mayor transparencia y confianza. Este negocio, que es el mayor aportante a la salud entre todos los juegos de suerte y azar, requiere de una normatividad clara que garantice su operación. En este sentido, el gobierno por medio de la Ley 643 de 2001 establece que estas empresas deben sistematizar por completo sus ventas, así desde ya se observa en las calles puestos sistematizados fijos y móviles que brindan una mayor rapidez en el escrutinio y en el proceso de liquidación de las apuestas.

Actualmente se cuenta con 15.000 vendedores, de los cuales el 95% son puestos fijos, que incluyen las oficinas, módulos, casetas y cajones. El restante 5% son vendedores móviles o ambulantes.

Los vendedores tienen la posibilidad de ofrecer en dos turnos; en la mañana se cierra a las 12:50 p.m., para el sorteo de las loterías de la tarde. El segundo turno, va hasta las 9:50 p.m. para el sorteo de las loterías de la noche.

Se cuenta con 400 recogedores, que son empleados indirectos y quienes tienen la responsabilidad de recoger el producto de las ventas y los tickets al final de cada turno pasando por los puestos de venta fija y entregarlos a uno de los tres centros de acopio dependiendo de su ruta.

Para los vendedores ambulantes se cuenta con unas busetas que los recogen en sus casas y los distribuyen por la ciudad dependiendo de la zona asignada, tienen libertad para movilizarse, pero al momento de terminar el turno son recogidos en el sitio donde

fueron dejados. Posteriormente en la buseta son llevados al centro de acopio donde los recogedores reciben el producto de las ventas y los tickets. Después de terminado este proceso son llevados nuevamente a sus casas.

Debido a la unión de las dieciocho empresas se requiere unificar el software comercial y administrativo, que anteriormente cada empresa manejaba independientemente.

#### 1.4. Productos

Las empresas de Apuestas Permanentes tienen dos productos autorizados que son el Chance normal con el 96% de las ventas y el Doble Chance que representa el 4%.

- El chance normal tiene diferentes modalidades dependiendo de la cantidad de dígitos que conformen el número apostado, tales como:
  - De cuatro cifras: El premio pagado es de \$4.500 por cada peso apostado.
  - De tres cifras: El premio pagado es de \$400 por cada peso apostado.
  - De dos cifras: El premio pagado es de \$50 por cada peso apostado.
  - De una cifra: El premio pagado es de \$5 por cada peso apostado.
- El Doble Chance maneja dos modalidades:
  - Opción con tres cifras: Se seleccionan 5 números de tres cifras y se escogen dos loterías, el monto de la apuesta debe ser entre \$500 y \$1.500. El premio pagado es de \$30.000.000 o su proporción, de acuerdo con el monto de la apuesta.

- Opción con cuatro cifras: Se seleccionan 5 números de cuatro cifras y se escogen dos loterías, el monto de la apuesta es fijo por un valor de \$1.500. El premio pagado es hasta de \$500.000.000

### 1.5. Participación en el mercado

La empresa tiene el 90% del mercado de la ciudad de Cali. El 10% lo tienen sus dos competidores, Apuestas Azar E.U. con el 6% y Apuestas Progresar Ltda. con el 4%.<sup>1</sup>

### 1.6. Principales clientes<sup>2</sup>

En los municipios de Cali, Yumbo y Jamundí un estudio realizado por la Universidad Icesi encontró que el 63.8% de los encuestados eran jugadores de chance, de los cuales el 57.8% lo son habitualmente.

La mayoría de los jugadores habituales de chance, el 64.2% prefiere jugar una lotería y el 35.8% prefiere hacerlo en sorteos regionales. Adicionalmente, la marca de lotería más recordada es la Lotería del Valle (Top of Mind de 49.7%), seguida de la de Cundinamarca con un 12.8%.

Entre los sorteos de la región contra los que se juega chance, el Chontico es claramente el sorteo regional con mayor recordación (Top of Mind del 99.3%) por los jugadores de chance.

La mayoría de jugadores de chance son mujeres con el 52.7% y hombres con el 47.3%. Los jugadores tienden a ser de estrato bajo (el 38.8%), de estrato medio bajo (el 38.3%) y de

estrato medio (el 13,4%); en el total de los estratos más bajos se encuentra el 90.5% de los jugadores. Teniendo en cuenta la ocupación, la mayor proporción de los jugadores corresponde a amas de casa (32.5%), seguido por empleados independientes (29.2%) y empleados (17.3%); mientras que la menor proporción corresponde a estudiantes (3.8%), jubilados (7.5%) y desempleados (9%).

De acuerdo con la ocupación de la población en general, aún no son jugadores de chance el 63,9% de los estudiantes, el 44,7% de los desempleados, el 44,4% de los empleados, el 41,4% de las amas de casa y el 37,7% de los trabajadores independientes y el 36,2% de los jubilados, lo que significa que del 36,2% de la población que no es jugadora de chance en el municipio de Cali, se encuentran clientes potenciales.

De acuerdo con el nivel educativo de los jugadores habituales de chance, aproximadamente el 84,7% de estos poseen una formación igual o inferior al bachillerato.

Los jugadores de chance son personas maduras, con edad promedio de 43.7 años, siendo la mayoría de jugadores de 50 años. Los jugadores habituales del chance tienen una edad entre los 20 y 80 años, concentrándose en una edad que oscila entre los 40 y 50 años.

El 23.8% de los jugadores de chance juegan todos los días de la semana, el 2.2% seis días por semana, el 1.2%

<sup>1</sup> Sociedad Colombiana de Juegos y Apuestas S.A. Departamento de Mercadeo. Cifras aproximadas.

<sup>2</sup> Esta sección se basó en “Estudio de mercado del juego de apuestas permanentes para el Valle del Cauca. Perfil cuantitativo del consumidor, Zona Cali, Jamundí y Yumbo”. Centro de Investigación en Economía y Finanzas,. Universidad ICESI, 2006.

cinco días por semana, el 3.3% cuatro días por semana, el 8.9% tres días por semana, el 10.3% dos días por semana, el 13.8% una vez por semana. Es decir, el 63.5% de los consumidores juega por lo menos una vez por semana. El 16.2% juega una vez al mes, el 10.6% una vez por quincena y sólo el 9,6% menos de una vez por mes.

En promedio los jugadores de chance invierten \$1.588 por apuesta, es decir, por formulario, en el que se pueden jugar varios números en la modalidad manual, que se utiliza en el 46,3% de los casos de apostadores encuestados. En el 38,05% de los casos se prefiere la modalidad sistematizada y el 3% lo prefieren con una tecnología sistematizada móvil (rollo térmico), esta es una zona donde el uso de la tecnología no ha tenido una penetración alta y podría por el contrario ser necesario de tal forma que el departamento mejore y unifique el tipo de tecnología que se utiliza en todas las regiones. Además, se debe tener en cuenta que la inversión promedio por juego manual es de \$1.513 por formulario y de \$1.723,65 para juego sistematizado por cada formulario y de \$960,57 para la modalidad de rolo térmico.

## 2. ANÁLISIS DEL MERCADO

En Colombia el mercado de juegos de azar es de propiedad exclusiva del Estado, siendo administrado con el fin de obtener recursos para la financiación de los servicios de salud públicos.

Cada gobierno departamental es encargado por el nacional para administrar el juego en sus municipios; en el caso de nuestro departamento la Beneficencia del Valle del Cauca se encarga de las loterías y el juego de

apuestas permanentes es entregado en concesión a empresas privadas que adquieren los derechos de explotación limitados a la jurisdicción en la que licitaron, teniendo que entregar las transferencias (porcentaje de las ventas) a dicha institución para que los recursos sean destinados a lo dispuesto por la ley. En Colombia cada departamento realiza las licitaciones para la operación por un periodo de 5 años.

El Valle del Cauca está dividido en cinco zonas; pacífico, norte, sur oriente, centro y la de nuestro análisis, comprendida por los municipios de Cali, Jamundí y Yumbo.

Las empresas que desarrollan esta actividad tienen la responsabilidad de administrar toda la cadena del producto, incluida su distribución directamente al consumidor, velando siempre por mantener la transparencia en los sorteos y cumpliendo con los premios que cada municipio establece.

Teniendo en cuenta lo anterior, Colombiana de Juegos y Apuestas de ganar la licitación de distribuidor único, se le permitirá operar un negocio de competencia limitada a las licencias que adjudique la gobernación, donde cualquier persona que reciba ingresos puede realizar su apuesta pues no existe ningún tipo de requisito. El objetivo principal del mercadeo será lograr que los consumidores se vuelvan habituales y perciban en el producto una verdadera probabilidad de ganar dinero.

### 2.1. Descripción del sector

El sector al cual pertenece la compañía objeto del informe es el sector de Juegos de Suerte y Azar; contando

con 250.000 vendedores de chance a nivel nacional. Las modalidades de los juegos que hacen parte de este sector y sus respectivos aportes al sector salud son:

Apuestas Permanentes o Chance: Aporta el 45.87% del total de las transferencias al sector de la Salud; Loterías: Aporta el 20.4%; Juegos Localizados (bingos o casinos): Aporta el 18.85%; Baloto: Aporta el 12.19%; Rendimientos financieros y de fiducias: Aporta el 1,19%; Juegos de Promoción: Aporta el 0.54%; Superastro millonario: Aporta el 0,49%; Multas y Sanciones: Aporta el 0,42%; Juegos Hípicos: Aporta el 0.04% ; Rifas: Aporta el 0.01%.

El Gobierno, a través de Etesa (Empresa Territorial para la Salud) recibe por concepto de transferencias unos porcentajes sobre las ventas por cada una de las modalidades de juego, estas transferencias son para invertirlas en el sector de la Salud. Las apuestas permanentes o chance pagan una regalía del 12% y son gravadas con una tarifa del 5% por concepto de IVA.

Se cuenta también con 15 fundaciones sociales creadas por este gremio para apoyar a los vendedores y demás integrantes del sector.

Las principales actividades de las fundaciones son:

- Atención a la niñez: Hogares comunitarios y/o empresariales; servicio de restaurante.
- Brigadas de alimentación.
- Salud.
- Subsidios y convenios con entidades financieras para otorgar créditos.
- Recreación.

- Educación: Capacitación formal y no formal.

## 2.2. Análisis de la competencia

La competencia a nivel local (municipio de Cali) son dos empresas, que no entraron al proceso de fusión: Apuestas Azar EU y Apuestas Progresar Ltda, estos competidores tienen el 10% del mercado contra el 90% que tiene la compañía.

La competencia a escalas nacional e internacional se presenta cada cinco años cuando se abre la licitación para autorizar la operación de los juegos de apuestas permanentes en el departamento.

Para participar en la licitación se debe contar con un patrimonio técnico mínimo que exige la Ley, con el fin de garantizar la cobertura en el pago de los premios.

La demanda es creciente, si se considera la situación económica del país y se tiene en cuenta que los clientes ven en el juego de chance una oportunidad para suplir sus necesidades básicas.

## 2.3. Productos sustitutos

Uno de los productos sustitutos más influyente es la lotería, considerando que su precio o el monto a invertir es relativamente bajo comparado con otros productos, lo que puede afectar directamente el mercado potencial de los estratos bajo y medio.

El baloto, por su costo y modalidad de juego, está dirigido a un mercado diferente, ya que las personas que invierten en este juego, esperan cambiar su estilo de vida, es decir, no lo hacen para suplir sus necesidades básicas, por lo que se podría deducir que son personas que pertenecen a estratos medios y altos.

Otros productos sustitutos son las rifas y las promociones, que no son competidores relevantes, ya que tienen un fin específico, como el ofrecimiento de un bien determinado.

Otro producto sustituto lo son los juegos localizados, como los bingos y casinos. Estos pueden estar dirigidos a los clientes potenciales del Chance, por el fácil acceso y por los pocos recursos que se requieren para apostar.

#### **2.4. Poder del comprador**

Por ser el chance un producto dirigido al consumidor, éste no cuenta con un poder de negociación que llegue a afectar notablemente la actividad, puesto que depende del cliente tomar la decisión de invertir o no en un chance. Adicional a esto el “precio” no influye, ya que es relativo a la capacidad económica y al deseo que se tenga de ganar. El valor del premio por cada peso apostado es igual por normatividad legal, por lo que no es un factor del que se puede aprovechar la competencia.

Lo que puede influir directamente en el cliente es el servicio o valor agregado que ofrezca la empresa, tal como la rapidez en el pago de los premios, la cercanía de los puntos de venta y de pago y el servicio al cliente.

#### **2.5. Poder del proveedor**

Como único proveedor podría considerarse el Gobierno, quien tiene un alto poder de negociación, ya que es quien establece las “reglas de juego” para el desarrollo de la actividad, y en algún momento puede cambiarlas, haciéndolas más flexibles, lo que permitiría el ingreso de una competencia más fuerte.

El Gobierno es quien adjudica las licencias para la explotación del chance

y además proporciona los talonarios en los que se realiza la apuesta.

#### **2.6. Barreras de entrada**

Las barreras de entrada son:

- La exigencia de contar con un patrimonio técnico mínimo.
- El número de licencias que tiene presupuestado asignar el departamento a cada municipio.
- Delimitación geográfica donde se puede operar la actividad.
- La alta inversión en tecnología, ya que a mayor tecnología, se tienen menores costos de operación, como los pagos de comisiones a los vendedores. Adicionalmente el Gobierno está exigiendo que el juego de chance sea en línea y en tiempo real.
- No haber sido sancionado por evasión tributaria mediante acto administrativo o sentencia judicial durante los últimos cinco años.
- No ser deudor moroso de obligaciones relacionadas con transferencias, derechos de explotación o multas, originadas en contratos o autorizaciones o permisos para la explotación u operación de juegos de suerte y azar en cualquier nivel del Estado.
- La extensa regulación con que cuenta el sector. En este sentido, el sector está sujeto a la interventoría gubernamental que incluye el analizar la forma como se adjudican los contratos a los concesionarios, el manejo de los recursos generados por la explotación del juego y los costos de dicha operación y los giros que realizan a los fondos territoriales de la salud a través del Decreto



4643, expedido por el Ministerio de la Protección Social y el Decreto 3535 del 2005.

### **3. RESUMEN ADMINISTRATIVO**

#### **3.1. Estructura organizacional**

El máximo órgano de la compañía es la Asamblea General de Accionistas, conformada por los accionistas de las 18 empresas que constituyen la sociedad, seguido por la Junta Directiva, conformada por siete miembros principales y siete suplentes, todos accionistas de la sociedad.

La compañía está dividida en las siguientes áreas: Gerencia, Auditoría, Recursos humanos, Mercadeo, Financiera, Sistemas y Escrutinio.

La gerencia y el departamento de Auditoría reportan directamente a la Junta Directiva y los departamentos de recursos humanos, financiero, sistemas, mercadeo y escrutinio reportan a la gerencia. (Anexo 1)

#### **3.2. Equipo gerencial**

El grupo de directivos está compuesto por siete personas que oscilan entre los 30 y los 40 años de edad, con experiencia previa en el sector de juegos de suerte y azar.

##### **– Doctor Juan Manuel Miranda Cardona, Gerente General**

Contador Público con especialización en Administración Financiera, con conocimientos en áreas administrativas, financiera, comercial y de sistemas. Se desempeñó como Gerente de Colombiana de Juegos y Apuestas y del Pool de Apuestas del Eje Cafetero. Es el responsable de la dirección de la empresa, con base en las orientaciones de la Junta Directiva.

##### **– Doctor Walter Baquero, Auditor General**

Contador Público diplomado en Auditoría, con conocimientos en sistemas, control interno, normas y leyes reglamentarias. Se desempeñó como Auditor en Gane Corredores de Apuestas y luego como gerente. Es quien coordina el equipo de auditores en la realización de los programas de auditoría y control interno, definidos para todas las áreas de la empresa.

##### **– Ingeniera Sandra Lizeth Muñoz, Directora de Recursos Humanos**

Ingeniera Industrial con Diplomado en Gestión Humana, con conocimientos en legislación laboral y experiencia en manejo de personal. Se desempeñó como gerente de Apuestas Colombia S.A. Se encarga de todos los procesos de nómina, de coordinar los programas de capacitación y bienestar de los colaboradores.

##### **– Doctor David Berrio Tascón, Director de Mercadeo**

Administrador de Empresas, con especialización en mercadeo, anteriormente se desempeñó como director de mercadeo en Coomeva. Es quien coordina el desarrollo de programas, investigaciones y estrategias necesarios para mercadear los productos de la empresa y asegurar su proyección en el futuro.

##### **– Doctora Liliana Murillo Bernal, Directora Financiera**

Contadora Pública con Diplomado en Auditoría, con amplios conocimientos en los procesos de las empresas de apuestas permanentes. Se desempeñó como subgerente de Colombiana de Juegos y Auditora

de Comercializadora La Confianza S.A. Es la responsable del manejo contable, financiero y tributario de la compañía.

**– Ingeniero Jorge Mario Camar-go, Director de Sistemas**

Ingeniero de sistemas con énfasis en programación. Se desempeñó como jefe de Sistemas de Colombiana de Juegos y Apuestas S.A. Es quien desarrolla e implementa sistemas para el procesamiento electrónico de información; consulta con los clientes internos para establecer requerimientos y especificaciones de los procesos de la compañía en todas las áreas.

**– Doctor Manuel Velásquez, Director de Escrutinio**

Contador Público con amplios conocimientos en auditoría y control interno. Se desempeñó como jefe de escrutinio en varias empresas del sector. Es el responsable de garantizar la seguridad, honestidad y confiabilidad en el proceso de conteo de venta, escrutinio y liquidación de premios, controlando la ejecución correcta de las actividades realizadas por el personal a su cargo.

### **3.3. Plan de personal**

A raíz de la fusión de las empresas se han generado cambios en todas las áreas de la organización, en especial en lo referente al personal, desde el despido masivo de empleados hasta las reestructuraciones en los cargos, perfiles y competencias del personal que conforma la nueva empresa. El nivel de competencia es muy alto y son muy pocas las posibilidades que tiene un trabajador de escalar; por lo tanto, la valoración de los cargos está

bastante estructurada. Actualmente no existe sindicato.

### **Políticas de promoción y bienestar**

- Se está implementando un programa de Plan de Carrera, donde cada persona de forma individual comenta sus habilidades y destrezas para irse preparando para futuros cargos en un nivel más alto de acuerdo con sus aptitudes.
- Desarrollo de programas de capacitación para culminar los estudios secundarios y carreras técnicas, mediante alianzas con algunos institutos.
- Programación de actividades de integración para desarrollar el sentido de pertenencia con la nueva empresa.
- Realización de torneos deportivos al interior de la compañía.

### **Remuneración de ejecutivos**

Para la asignación de los salarios se tuvo en cuenta un estudio realizado en las empresas de servicios por la Asociación Colombiana de Relaciones Industriales y Personal (ACRIP) y se complementó con el análisis de la asignación salarial de cada persona en la empresa anterior. Se realizó la valoración de salarios por el método de puntos, teniendo en cuenta el cargo, habilidades, competencias, destrezas y el nivel educativo requerido.

Actualmente todo el personal tiene salario fijo sin participación en las utilidades de la compañía ni compensación en acciones. Los directivos tienen salario integral y los demás colaboradores tienen su salario con las prestaciones de ley.

## 4. ANÁLISIS DE RIESGOS

### 4.1. Situación económica

Es preciso empezar por resaltar que la empresa tiene una limitación geográfica para su operación, específicamente en el municipio de Cali. Esta situación particular la hace menos vulnerable a ciertos riesgos que puede presentar el entorno internacional, sin embargo, el nivel de globalización que se tiene actualmente y en el caso de nuestro país la dependencia que nuestra economía tiene de países como Estados Unidos (al que se envían cerca del 48% de las exportaciones)<sup>3</sup> hace que muchas variables macroeconómicas nuestras varíen con el comportamiento de otras economías, pues nuestro desarrollo está cimentado en la apuesta que le hace el gobierno nacional a la inversión extranjera.

Así se generan riesgos como posibles competidores internacionales, que el gobierno con el ánimo de atraer inversionistas puede admitir en un momento dado para participar en las licitaciones de adjudicación.

En cuanto a las variaciones que el mercado pueda tener por cambios económicos siendo el producto un bien considerado no necesario cuya compra surge solo de la esperanza de poder cumplir una necesidad confiando en la suerte,<sup>4</sup> para esto es necesario que dentro de la economía existan los clientes potenciales más fuertes que son de los estratos 1, 2 y

3, que en los países emergentes son la gran mayoría de la población.

Así el riesgo puede estar en que un crecimiento muy grande de la economía, que mejore las condiciones laborales o dé más empleo, pueda disminuir la población de estos estratos, pero también un decrecimiento podría estancar las ventas. A nivel internacional el impacto que la tecnología tiene sobre los negocios podría llevar a que algunos apostadores prefieran realizar apuestas en otros juegos, o hacer que el formato de las apuestas permanentes se transforme a un juego electrónico más competitivo, aunque un cambio sustancial en el formato tendría que acarrear un cambio a la Ley 643 de 2001.

A nivel local, el departamento y el municipio adelantan obras de infraestructura que generan empleos de mano de obra no calificada, perteneciente a los estratos del mercado objetivo, lo que ha dado capacidad de compra a más familias y así una mayor cantidad de clientes, pero estas obras no son empleos permanentes, pues una vez se terminan los proyectos las personas vuelven a estar vacantes, así hay un riesgo latente para que las personas que actualmente están empleadas en un futuro no existan otros negocios en los cuales se puedan ubicar.

### 4.2. Aspectos legales

La Constitución política de nuestro país establece en su artículo 336

<sup>3</sup> Estudio realizado por la CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe). Datos publicados en [www.portafolio.com.co](http://www.portafolio.com.co). Artículo: "Exportaciones siguen atadas a buenos precios" publicado el 13 de septiembre de 2006.

<sup>4</sup> Estudio de mercado del juego de Apuestas permanentes para el Valle del Cauca. Centro de Investigación en Economía y Finanzas, Universidad ICESI, 2006.

que: “ningún monopolio podrá establecerse, a no ser que tenga una finalidad de interés público y social y en virtud de la ley. La organización, administración, control y explotación de los monopolios rentísticos estarán sometidos a régimen propio, fijado por la ley de iniciativa gubernamental. Las rentas obtenidas en el ejercicio de los monopolios de suerte y azar estarán destinadas exclusivamente a los servicios de salud”.

Este artículo muestra cómo la normatividad asociada al sector de juegos de suerte y azar mantiene una regulación de alto nivel por su relación directa con los aportes a la salud que se realizan con la operación del mismo.

Así el negocio por la reglamentación establecida tiene costos variables sobre los cuales no se puede hacer optimización a diferencia de otros sectores, además tiene la complicación que un proyecto de ley puede modificar el porcentaje de aportes reglamentarios a los cuales se debe acoger el operador ganador de la licitación.

En medio del entorno legal que tiene el desarrollo de un proceso licitatorio, la compañía tiene un riesgo latente de que personal corrupto a cargo del proceso no respete la reglamentación en su totalidad favoreciendo proponentes por razones diferentes a las establecidas para la licitación.

### **4.3. Aspectos internos a la empresa**

En este punto, dentro del análisis de riesgos, teniendo en cuenta la actividad a la que se dedica la compañía, la cual trae consigo una alta liquidez y manejo de efectivo, es bastante susceptible a que se presenten “hurto” por parte de las personas que

están vinculadas laboralmente, ya sea directa o indirectamente, con la empresa.

Razón por la que la compañía debe tener permanente vigilancia en los lugares donde se desarrolla la actividad del escrutinio, la recepción del dinero y los lugares donde se realiza el juego. En la operación de la compañía se han presentado varios casos de hurto, que se han identificado gracias al sistema de información y al control que ejercen los administradores, pero en conclusión el personal que se vincula a la compañía para el trabajo en estas áreas o dependencias debe ser de confianza, aunque esto no garantice que se dejen de presentar robos a su interior.

Otro tipo de robos a los que está expuesta la compañía es al reclamo de premios con formularios falsos, por parte de personas que se podría decir se dedican a hacer extorsiones; entonces la empresa prácticamente se encuentra obligada a cubrir estos pagos que en el 95% de los casos se negocian por temor a que tomen represalias contra la compañía o sus propietarios.

### **4.4. Riesgos naturales**

Hasta la fecha la empresa no ha sido objeto de este tipo de riesgos, considerando las ubicaciones de sus oficinas y puntos de venta, que se encuentran en el territorio municipal de Cali. Razón por la que se considera que la posibilidad de que sufra algún siniestro causado por terremotos, huracanes, inundaciones, es bastante baja.

### **4.5. Tasas de interés**

En este aspecto, y considerando que la empresa no presenta un nivel alto

de endeudamiento, no se encuentra por ende muy afectada por la volatilidad de las tasas de interés. Lo mismo ocurre con la tasa de cambio, ya que no se realizan operaciones ni actividades en divisas (importaciones o exportaciones).

Podría preverse que en caso de que la compañía quiera invertir en algún tipo de infraestructura tecnológica que le ayude a ser más eficiente en su operación, podría estar sujeta a la volatilidad tanto de las tasas de interés como en divisas, puesto que se consideraría que requiere de algún tipo de financiación a través del mercado financiero.

#### **4.6. Terrorismo - vandalismo**

Algunas de las oficinas o puntos de venta que tiene la empresa, por su ubicación son susceptibles a este tipo de riesgos, ya que por lo general están en zonas de estratos 1 y 2 donde son más frecuentes dichas actividades.

En cuanto al terrorismo, en nuestro país, lamentablemente las zonas de más escasos recursos son en ocasiones el blanco de los grupos terroristas, puesto que causa un mayor impacto social el hecho de afectar tanto humana como económicamente a sus habitantes.

### **5. PLAN FINANCIERO**

#### **5.1. Análisis financiero**

La Sociedad Colombiana de Juegos y Apuestas S.A. inició su operación conjunta a partir del 1 de abril de 2006, por lo tanto la información histórica con la que se cuenta para realizar el análisis corresponde a los meses de abril, mayo, junio y julio de 2006.

#### **5.2. Proyección de estados financieros**

En el estudio de mercado realizado para la adjudicación de la licitación se presentan las estimaciones para la proyección de las ventas brutas para cada una de las cinco zonas del departamento del Valle del Cauca para los cinco años que durará la siguiente concesión (2007–2011). Las estimaciones se calcularon a partir de los resultados de una encuesta realizada a 5.000 hogares vallecaucanos en las diferentes zonas.

La encuesta realizada por el Centro de Investigación en Economía y Finanzas de la Universidad ICESI –CIENFI– indaga por las características de los jugadores de chance, la periodicidad y el monto de juego. En especial, la encuesta permite estimar por zona la proporción de la población mayor de 18 años que juega chance habitualmente, así como la periodicidad con que juegan y el monto de la apuesta. Se supone que el comportamiento de la proporción de jugadores, así como la mediana de apuestas permanecerá constante para los cinco años de proyecciones. (Ver Tabla 1)

Teniendo en cuenta la proyección de las ventas de la zona conformada por Cali, Jamundí y Yumbo, se estiman las ventas para la ciudad de Cali en un 80% de las ventas totales de esta zona. Estas son las ventas que debe tener la compañía para cumplir con el contrato de concesión para la explotación del juego de apuestas permanentes – chance.

#### **Supuestos de proyección y valoración por escenarios**

Para la proyección de los Estados Financieros se tomaron los Estados

**Tabla 1. Ventanas Brutas**

Zona	2007	2008	2009	2010	2011
Pacífico (Zona 1)	\$32,498,560,631	\$32,306,563,506	\$32,115,911,512	\$31,926,596,432	\$31,738,610,105
Sur-Oriente (Zona 2)	\$42,609,114,581	\$42,993,297,352	\$43,380,961,809	\$43,772,139,645	\$44,166,862,842
Cali, Jamundí y Yumbo	\$150,540,985,628	\$151,750,779,524	\$152,970,378,368	\$154,199,861,024	\$155,439,306,993
Centro (Zona 4)	\$49,755,822,847	\$50,119,136,475	\$50,485,342,483	\$50,854,463,888	\$51,226,523,905
Norte (Zona 5)	\$28,778,425,370	\$28,929,864,283	\$29,082,663,875	\$29,236,833,793	\$29,392,383,809
Total	\$304,182,909,057	\$306,099,641,141	\$308,035,258,048	\$309,989,894,782	\$311,963,687,654

Fuente: Estudio de mercado, juegos de suerte y azar Cienfi (2006).

Financieros de la compañía desde el mes de abril a julio de 2006 y se proyectaron sus resultados hasta diciembre de 2006, con base en supuestos históricos de las empresas socias que representan más del 40% del capital social.

Para la proyección de los estados financieros desde el año 2007 hasta el año 2011, se tuvieron en cuenta los siguientes supuestos:

- Inflación proyectada por el Banco de la República.
- Tasa de impuesto del 35%.<sup>5</sup>
- Participación de las cuentas de activos y pasivos según datos históricos.
- La depreciación se realizó por el método de línea recta.

Como la operación de la empresa solo estaría garantizada por cinco años, que es el periodo por el cual se adjudica la licitación, se asume que finalizado este contrato en el año

2011, la compañía no sigue operando y se determina como valor terminal el valor presente del patrimonio del último año.

Estos supuestos son generales para los dos escenarios presentados.

Para la valoración de la empresa se utilizó el método de flujo de caja libre descontado con el WACC,<sup>6</sup> a un plazo de cinco años. Los flujos de caja de cada año se traen al valor presente con esta tasa.

Para el cálculo del WACC se utilizaron las siguientes variables:

- Tasa libre de Riesgo (Kf): Se tomó como base la DTF de 6,77% anual
- Prima de Riesgo (Km – Kf): Se asumió que el mercado (Km) exige una rentabilidad mínima para este sector del 20%<sup>7</sup> y restándole la tasa Kf del 6,77%, se obtiene una prima de riesgo igual al 13,23% anual.

5 Tasa actual teniendo en cuenta que la sobretasa del 10% tiene vigencia hasta diciembre de este año. En este momento la reforma tributaria no se encuentra aprobada, por lo cual no se asumen sus cambios.

6 WACC: Weighted Average Cost of Capital (costo de capital promedio ponderado).

7 Sociedad Colombiana de Juegos y Apuestas S.A. Departamento Financiero

- Beta: El cual fue tomado del Sector de Hoteles y Apuestas de los Estados Unidos, es de 0,66<sup>8</sup>

### **Proyección Escenario No. 1**

En este escenario se asume, además de los anteriores supuestos, los siguientes:

- La empresa sigue operando con las condiciones actuales, sin estimar mejoras en su forma de operar.
- Se asumen incrementos por la inflación en sus gastos de administración.
- Los gastos de ventas se incrementan de acuerdo con la participación de estos sobre las ventas proyectadas, tomadas del estudio de mercado de juegos de suerte y azar.
- El costo por comisiones permanece constante durante todo el periodo, con un porcentaje del 27,5% sobre las ventas.
- El costo por premios también permanece constante durante todo el periodo, con un porcentaje del 43,21% sobre las ventas.
- Los derechos de explotación o regalías también permanecen constantes de acuerdo con la tarifa determinada por la Ley, que es del 12% más el 1% por gastos de administración sobre la tarifa.

### **Proyección Escenario No. 2**

En este escenario, se asume, además

de los supuestos comunes para ambos escenarios, los siguientes supuestos:

- Se proyecta una inversión en reconversión tecnológica que va encaminada a aumentar en un 10% anual desde el año 2006 hasta el año 2011, la participación de las ventas sistematizadas, que al año 2006 se encuentran en un 30% y el restante 70% es de ventas manuales.
- Las variaciones principales se dan en el costo por comisión que se disminuye entre el año 2007 al 2011 en un 24%, pasando al 25,7% en el año 2006 al 20,7% en el año 2011, con un 80% de las ventas sistematizadas y 20% de ventas manuales.
- Los gastos por ventas se incrementan en un 33,2% pasando desde el 7,86% en el año 2006 al 10,48% en el año 2011. Estos gastos se incrementan considerando la inversión que debe hacerse en la adecuación de los puntos de ventas, tales como: colocación de avisos, ficheros y adecuaciones por obras civiles, que son gastos temporales por este periodo. Además, también se incrementan algunos gastos que permanecerán fijos tales como los servicios públicos, los gastos de transmisión de datos y mantenimiento de equipos.
- Los demás costos y gastos se proyectaron como en el escenario No.1.

<sup>8</sup> Beta desapalancado, tomado para el sector de hoteles y apuestas, resultado de un estudio realizado en la Universidad de New York, Stern School of Business con una muestra de 76 empresas estadounidenses en enero de 2006. [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)

## Detalle del proyecto de inversión en tecnología

- En el año 2006 se cuenta con 1.300 puntos de ventas sistematizados, que equivalen al 30% de las ventas totales de la compañía.
- Se proyecta aumentar en un 10% anual las ventas sistematizadas, así: en el año 2007 se sistematizarán 400 puntos de venta, en el año 2008, 400 puntos; en el año 2009, 450 puntos; en el año 2010, 550 y en el año 2011, 400 puntos, para terminar con 3.500 puntos de ventas sistematizados, que equivalen al 80% de las ventas.
- El costo de la inversión para los cinco años es de un total de \$17.860 millones, los cuales se financiarán con recursos propios un 50% y el restante 50% se financiará con un crédito bancario que se va cancelando cada año, a una tasa del 15% efectiva anual.
- Los costos en que se incurre en esta inversión<sup>9</sup> están relacionados con la compra de equipos de cómputo, costos de transmisión, mantenimiento de equipos, servicios públicos, adecuaciones en instalaciones y obras civiles, colocación de avisos y ficheros.

## Principales resultados de la valoración

El resumen de los principales indicadores basados en la información del año proyectada a doce meses y de los cinco años con los que se rea-

lizó la valoración, se encuentra en el Anexo 2.

La valoración realizada para el primer escenario<sup>10</sup> arroja un precio por acción de \$1.53 comparado con \$1.00 de valor en libros, esto con la suposición de ganar el proceso licitatorio que permitirá operar por los próximos cinco años, y considerando además que la empresa no realizará ninguna estrategia para mejorar su forma de operar (escenario No.1).

Al no implementar ninguna estrategia de disminución de costos y con el compromiso que tiene de lograr el nivel de ventas esperado por la Beneficencia al hacerse acreedora de la licitación, la compañía no mejora sus niveles de rentabilidad, lo que se ve reflejado en una disminución progresiva de los márgenes de rentabilidad.

En el reporte se incluye un segundo escenario en el que se propone realizar una inversión tecnológica para cumplir con algunas disposiciones legales y además ayude a disminuir los costos de colocación. La inversión se efectuaría en la sistematización de las apuestas, de tal forma que se garantice transparencia total en la apuesta realizada, pues por medio de una estación computarizada (fija o móvil), el cliente hace su apuesta y esta es enviada inmediatamente a la estación central de la casa de apuestas.

La disminución en costos se da principalmente en el pago de las comisiones

<sup>9</sup> Las cifras para la valorización del costo de la inversión y cálculo de los ahorros fueron tomadas de un proyecto que tiene la organización actualmente para este propósito.

<sup>10</sup> Véase Anexo 3.



a los vendedores y a pesar de que se incrementan los gastos fijos de ventas, como porcentaje de las ventas del punto deben disminuir, además estos gastos no son tan representativos como sí lo son los gastos por comisiones sobre los ingresos.

Adicionalmente, de forma intangible se tendría como beneficio estar en la capacidad de brindar un mayor respaldo al cliente, incrementar la confianza que se tiene en el negocio de apuestas permanentes y daría una ventaja competitiva en el momento de presentar la propuesta licitatoria.

A continuación, los principales indicadores en este segundo escenario.<sup>11</sup>

La valoración realizada entrega un precio por acción de \$2,04 lo que indica que esta inversión elevaría el precio por acción en un 33,3% con respecto al primer escenario; sólo

considerando la disminución en los costos de comisión a vendedores.

Los indicadores de rentabilidad en este escenario mejoran notablemente, al pasar del 2,1% al 3,7% como margen neto, originado por la inversión en tecnología, que hace más eficiente y competitiva la compañía.

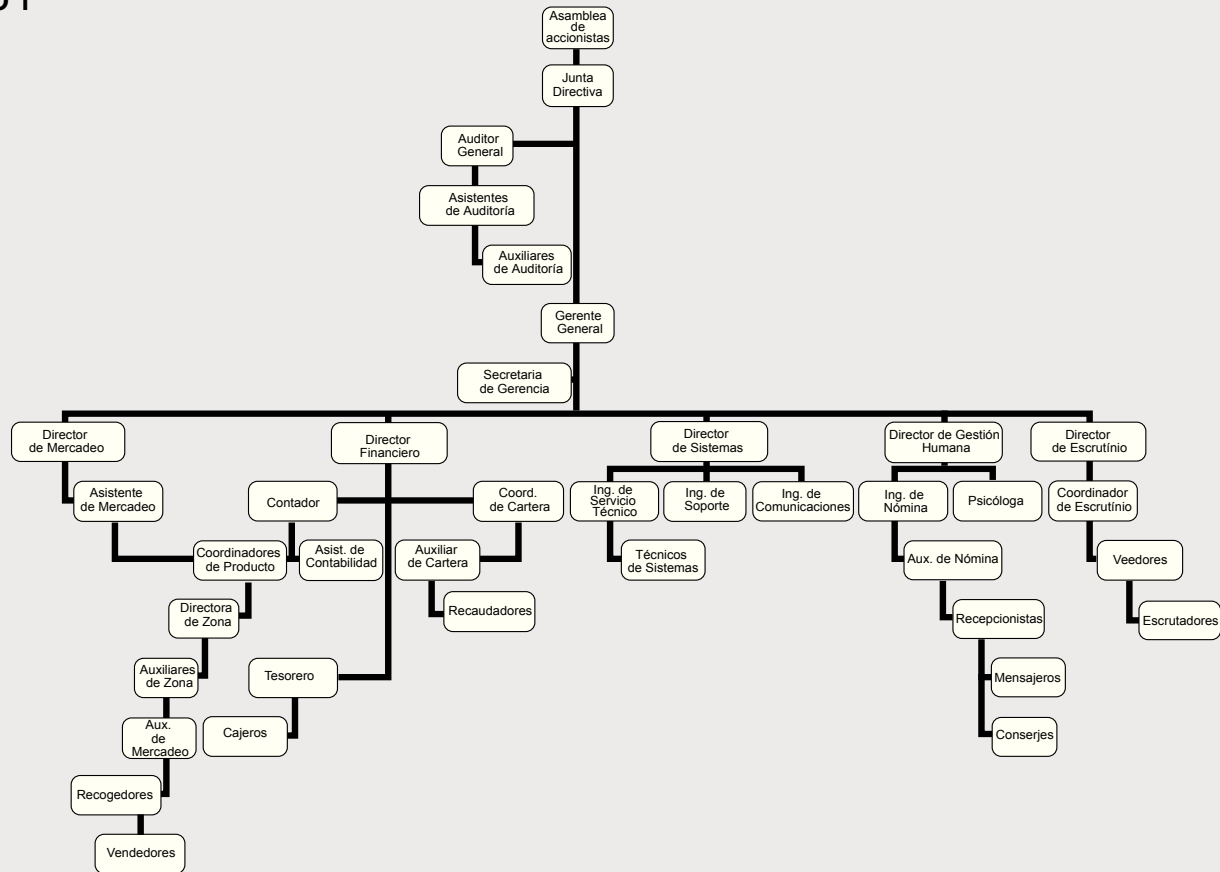
Dado que el requerimiento de modernización del sistema de apuestas está expresado en el Decreto 1350, y que además se cumplen otras condiciones que permiten realizar la inversión, como la disponibilidad del efectivo, el escenario dos se presenta como el más probable y viable, pensando en futuras licitaciones en las cuales contar con equipos modernos sería un factor competitivo importante, así el valor unitario que este reporte considera adecuado es 2,04 pesos colombianos por acción.

---

<sup>11</sup> Véase Anexo 4.

## ANEXO 1

## ORGRANIGRAMA



## ANEXO 2

Razones financieras	Proyectado 2006	Proyectado 2007	Proyectado 2008	Proyectado 2009	Proyectado 2010	Proyectado 2011
Razón corriente	2,48	2,62	2,70	2,78	2,86	2,95
Rotación de CxC	18,07	18,07	18,07	18,07	18,07	18,07
Días de CxC	20,20	20,20	20,20	20,20	20,20	20,20
Rotación de CxP	106,94	106,28	105,47	104,72	104,03	103,41
Días de CxP	3,41	3,43	3,46	3,49	3,51	3,53
Rotación Activo Fijo	24,36	26,99	30,23	34,32	39,64	46,85
Rotación Activo Total	7,00	7,25	7,35	7,45	7,54	7,63
Multiplicador	1,43	1,41	1,42	1,42	1,42	1,42
Razón Deuda	0,30	0,29	0,29	0,30	0,30	0,30
Margen Bruto	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%
Margen EBITDA	3,5%	3,4%	3,2%	3,1%	3,0%	2,9%
Margen EBIT	3,4%	3,0%	2,8%	2,7%	2,6%	2,5%
Margen Neto	2,1%	1,9%	1,9%	1,8%	1,7%	1,6%
Rentabilidad Activos (ROA)	14,4%	14,0%	13,6%	13,2%	12,8%	12,5%
<b>Rentabilidad del Patrimonio</b>	<b>20,6%</b>	<b>19,9%</b>	<b>19,3%</b>	<b>18,7%</b>	<b>18,2%</b>	<b>17,7%</b>

## ANEXO 3

### Sociedad Colombiana de Juegos y Apuestas S.A. Proyecciones de Estados Financieros

% Inventario / Ventas	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%
% Activo Corriente / Ventas	3%	6.49%	6.49%	6.49%	6.49%	6.49%
% Premios x pagar / Premios	1%	1.35%	1.35%	1.35%	1.35%	1.35%
% Activo Fijo Bruto / Ventas	4%	4.02%	4.02%	4.02%	4.02%	4.02%
% Costo de ventas / Ventas	84%	84.36%	84.36%	84.36%	84.36%	84.36%
% Gastos de ventas / Ventas	8%	7.86%	7.86%	7.86%	7.86%	7.86%
% Depreciacion	10%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
Costo de deuda	0%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Impuestos	38.5%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
Incremento Inversiones		5.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
Inflacion		4.00%	3.75%	3.50%	3.25%	3.00%
Cuentas x Pagar / Costo Venta	1.09%	1.09%	1.09%	1.09%	1.09%	1.09%
% rendimiento inversiones		6.00%	5.75%	5.50%	5.25%	5.00%

### Estados de Resultados

		Proyectado 2006	Proyectado 2007	Proyectado 2008	Proyectado 2009	Proyectado 2010	Proyectado 2011
<b>Ventas</b>		<b>126,167,909</b>	<b>127,959,833</b>	<b>128,988,162</b>	<b>130,024,821</b>	<b>131,069,882</b>	<b>132,123,410</b>
Menos Costos de Colocacion	Sobre Vtas		Sobre Costo				
Comisiones	27.50%	34,700,554	33%	35,193,396	35,476,222	35,761,339	36,048,767
Premios	43.21%	54,520,525	51%	55,294,863	55,739,232	56,187,200	56,638,799
Derechos de Explotacion	12.12%	15,291,551	14%	15,508,732	15,633,365	15,759,009	15,885,670
Costo de Impresión de Talonarios	1.20%	1,519,082	1%	1,540,657	1,553,039	1,565,520	1,578,103
Otros Costos	0.32%	402,785	0%	408,506	411,789	415,098	418,434
<b>Total Costos de Colocacion</b>		<b>106,434,498</b>	<b>107,946,154</b>	<b>108,813,646</b>	<b>109,688,166</b>	<b>110,569,773</b>	<b>111,458,523</b>
<b>Utilidad bruta</b>		<b>19,733,412</b>	<b>20,013,679</b>	<b>20,174,516</b>	<b>20,336,656</b>	<b>20,500,109</b>	<b>20,664,887</b>
Menos Gastos							
Gastos de Ventas	7.86%	9,921,913	64%	10,062,831	10,143,700	10,225,223	10,307,407
Gastos Administrativos	4.10%	5,173,849	33%	5,380,803	5,582,583	5,777,973	5,965,757
Depreciacion del periodo	0.13%	168,189	1%	510,191	515,853	519,999	524,178
Otros Gastos	0.19%	239,024	2%	248,585	257,907	266,934	275,609
<b>Total Gastos</b>		<b>15,502,975</b>	<b>16,202,410</b>	<b>16,500,042</b>	<b>16,790,129</b>	<b>17,072,951</b>	<b>17,347,256</b>
<b>Utilidad operacional</b>		<b>4,230,436</b>	<b>3,811,269</b>	<b>3,674,474</b>	<b>3,546,527</b>	<b>3,427,158</b>	<b>3,317,632</b>
Impuesto de Renta		1,628,718	1,333,944	1,286,066	1,241,284	1,199,505	1,161,171
<b>Utilidad neta</b>		<b>2,601,718</b>	<b>2,477,325</b>	<b>2,388,408</b>	<b>2,305,243</b>	<b>2,227,653</b>	<b>2,156,461</b>

# ANEXO 3 (Continuación)

## Sociedad Colombiana de Juegos y Apuestas S.A. Proyecciones de Estados Financieros

### Balance General

ACTIVOS	Proyectado 2006	Proyectado 2007	Proyectado 2008	Proyectado 2009	Proyectado 2010	Proyectado 2011
<b>Activo corriente</b>						
<b>Total Disponible</b>	<b>4,653,395</b>	<b>4,605,821</b>	<b>4,917,565</b>	<b>5,241,153</b>	<b>5,576,249</b>	<b>5,924,057</b>
<b>Total Inversiones</b>	<b>857,945</b>	<b>0</b>	<b>913,637</b>	<b>912,208</b>	<b>919,539</b>	<b>926,930</b>
<b>Total Ctas por cobrar</b>	<b>6,981,450</b>	<b>1</b>	<b>7,080,606</b>	<b>7,137,508</b>	<b>7,194,871</b>	<b>7,252,699</b>
<b>Total Diferidos</b>	<b>281,690</b>	<b>0</b>	<b>281,690</b>	<b>281,690</b>	<b>281,690</b>	<b>281,690</b>
<b>Total Inventario</b>	<b>61,914</b>	<b>0</b>	<b>62,793</b>	<b>63,298</b>	<b>63,807</b>	<b>64,320</b>
<b>Total Activo corriente</b>	<b>8,182,999</b>		<b>8,299,220</b>	<b>8,365,915</b>	<b>8,433,151</b>	<b>8,500,931</b>
<b>Activo No Corriente</b>						
Propiedad planta y equipo	5,065,934		5,137,884	5,179,174	5,220,798	5,262,760
Depreciacion acumulada	168,189		678,380	1,194,233	1,714,231	2,238,409
Total Propiedad, planta y eq.	4,897,745		4,459,504	3,984,941	3,506,567	3,024,351
Bienes Recibidos en Arrendamiento leasing	281,877		281,877	281,877	281,877	281,877
<b>Total Activos no corrientes</b>	<b>5,179,622</b>		<b>4,741,381</b>	<b>4,266,818</b>	<b>3,788,444</b>	<b>3,306,228</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>18,016,017</b>		<b>17,646,422</b>	<b>17,550,298</b>	<b>17,462,747</b>	<b>17,313,456</b>
<b>PASIVOS</b>						
<b>Pasivo Corriente</b>						
Total Cuentas por pagar	1,161,021		1,177,510	1,186,973	1,196,513	1,206,130
Impuestos por pagar	-		-	-	-	-
Impuestos sobre las ventas	1,061,424		1,066,332	1,074,901	1,083,540	1,092,249
Impuesto de renta por pagar	1,628,718		1,333,944	1,286,066	1,241,284	1,199,505
Retencion en la fuente y de Iva	170,943	0.31354%	173,371	174,765	176,169	177,585
Total Impuestos por pagar	2,861,085		2,573,647	2,535,732	2,500,994	2,469,339
<b>Retenciones y Aportes Nómina</b>	<b>134,051</b>		<b>139,413</b>	<b>144,641</b>	<b>149,704</b>	<b>154,569</b>
						<b>159,206</b>

## ANEXO 3 (Continuación)

### Sociedad Colombiana de Juegos y Apuestas S.A. Proyecciones de Estados Financieros

#### Balance General

	Proyectado 2006	Proyectado 2007	Proyectado 2008	Proyectado 2009	Proyectado 2010	Proyectado 2011
Acreedores Varios						
Acreedores Varios	85,195	88,603	91,925	95,143	98,235	101,182
Ingresos Recibidos para Terceros	360	-	-	-	-	-
Premios x Pagar	738,517	749,006	755,026	761,094	767,211	773,378
Obligaciones Laborales	171,192	178,040	184,716	191,181	197,395	203,317
<b>Total Acreedores Varios</b>	<b>995,265</b>	<b>1,015,649</b>	<b>1,031,667</b>	<b>1,047,418</b>	<b>1,062,841</b>	<b>1,077,876</b>
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>5,151,422</b>	<b>4,906,220</b>	<b>4,899,014</b>	<b>4,894,628</b>	<b>4,892,879</b>	<b>4,894,119</b>
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>						
<b>Total Pasivo No corriente</b>	<b>262,877</b>	<b>262,877</b>	<b>262,877</b>	<b>262,877</b>	<b>262,877</b>	<b>262,877</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>5,414,298</b>	<b>5,169,097</b>	<b>5,161,890</b>	<b>5,157,505</b>	<b>5,155,755</b>	<b>5,156,996</b>
<b>PATRIMONIO</b>						
Capital suscrito y pagado	10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000
Reservas	-	-	-	-	-	-
Superavit por valorizacion	-	-	-	-	-	-
Utilidad del ejercicio	2,601,718	2,477,325	2,388,408	2,305,243	2,227,653	2,156,461
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>12,601,718</b>	<b>12,477,325</b>	<b>12,388,408</b>	<b>12,305,243</b>	<b>12,227,653</b>	<b>12,156,461</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>18,016,017</b>	<b>17,646,422</b>	<b>17,550,298</b>	<b>17,462,747</b>	<b>17,383,408</b>	<b>17,313,456</b>

## ANEXO 3 (Continuación)

### Sociedad Colombiana de Juegos y Apuestas S.A.

#### Flujo de Caja Libre

	Proyectado 2007	Proyectado 2008	Proyectado 2009	Proyectado 2010	Proyectado 2011
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>					
Utilidad después de impuestos	2,477,325	2,388,408	2,305,243	2,227,653	2,156,461
+ Depreciación acumulada	510,191	515,853	519,999	524,178	528,391
- Intereses Efectivo Títulos (1-T)	35,632	34,094	32,874	31,631	30,367
+ Intereses Deuda (1-T)	0	0	0	0	0
- Incremento Activo Corriente	116,221	66,695	67,236	67,781	68,330
+ Incremento Pasivo Corriente	-245,201	-7,207	-4,385	-1,749	1,240
- Incremento Activo Fijo Bruto	71,950	41,290	41,624	41,962	42,302
<b>FCF</b>	<b>2,518,512</b>	<b>2,754,975</b>	<b>2,679,122</b>	<b>2,608,707</b>	<b>2,545,093</b>
<b>VALOR DE LA EMPRESA</b>					
Kf	6.77%				
Km - Kf	13.23%				
PR	0%				
Beta apalancado	0.66	beta de la empresa			
Se asume que a los 5 años se liquida la empresa					
%Di	30.1%	29.3%	29.4%	29.5%	29.7%
%Si	69.9%	70.7%	70.6%	70.5%	70.3%
Beta desapalancado	0.83	0.84	0.84	0.84	0.84
Ks	17.8%	17.9%	17.9%	17.9%	17.9%
Kd (1-T)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
KWACC	12.5%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%
Flujo de Caja Libre	2,518,512	2,754,975	2,679,122	2,608,707	2,545,093
<b>VALOR EMPRESA</b>	<b>9,325,156</b>	<b>7,968,273</b>	<b>6,219,170</b>	<b>4,324,394</b>	<b>2,260,548</b>
+EFFECTIVO	4,653,395				
- DEUDA	-5,414,298				
<b>VALOR TERMINAL (VP Patrimonio)</b>	<b>6,716,227</b>				
<b>VALOR PATRIMONIO</b>	<b>15,280,480</b>				
Número de acciones	10,000,000				
<b>Valor por acción</b>	<b>1.53</b>				

### ANEXO 3 (Continuación)

Razones financieras	Proyectado 2006	Proyectado 2007	Proyectado 2008	Proyectado 2009	Proyectado 2010	Proyectado 2011
Razón corriente	2.48	2.62	2.70	2.78	2.86	2.95
Rotación de CxC	18.07	18.07	18.07	18.07	18.07	18.07
Días de CxC	20.20	20.20	20.20	20.20	20.20	20.20
Rotación de CxP	106.94	106.28	105.47	104.72	104.03	103.41
Días de CxP	3.41	3.43	3.46	3.49	3.51	3.53
Rotación Activo Fijo	24.36	26.99	30.23	34.32	39.64	46.85
Rotación Activo Total	7.00	7.25	7.35	7.45	7.54	7.63
Multiplicador	1.43	1.41	1.42	1.42	1.42	1.42
Razón Deuda	0.30	0.29	0.29	0.30	0.30	0.30
Margen Bruto	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%
Margen EBITDA	3.5%	3.4%	3.2%	3.1%	3.0%	2.9%
Margen EBIT	3.4%	3.0%	2.8%	2.7%	2.6%	2.5%
Margen Neto	2.1%	1.9%	1.9%	1.8%	1.7%	1.6%
Rentabilidad Activos (ROA)	14.4%	14.0%	13.6%	13.2%	12.8%	12.5%
<b>Rentabilidad Patrimonio</b>	<b>20.6%</b>	<b>19.9%</b>	<b>19.3%</b>	<b>18.7%</b>	<b>18.2%</b>	<b>17.7%</b>



## ANEXO 4

Sociedad Colombiana de Juegos y Apuestas S.A.  
Proyecciones de Estados Financieros

% Inventario / Ventas	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%
% Activo Corriente / Ventas	3%	6.49%	6.49%	6.49%	6.49%	6.49%
% Premios x pagar / Premios	1%	1.35%	1.35%	1.35%	1.35%	1.35%
% Activo Fijo Bruto / Ventas	4%	4.02%	4.02%	4.02%	4.02%	4.02%
% Gastos de ventas / Ventas	8%	7.86%	7.86%	7.86%	7.86%	7.86%
% Depreciación	10%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
Costo de deuda	0%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Impuestos	38.5%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
Incremento Inversiones		5.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
Inflación		4.00%	3.75%	3.50%	3.25%	3.00%
Cuentas x Pagar / Costo Venta	1.09%	1.09%	1.09%	1.09%	1.09%	1.09%
% rendimiento inversiones		6.00%	5.75%	5.50%	5.25%	5.00%

## Estado de Resultados

	Proyectado 2006	Proyectado 2007	Proyectado 2008	Proyectado 2009	Proyectado 2010	Proyectado 2011
<b>Ventas</b>	<b>126,167,909</b>	<b>127,959,833</b>	<b>128,988,162</b>	<b>130,024,821</b>	<b>131,069,882</b>	<b>132,123,410</b>
Menos Costos de Colocación						
Comisiones	27.50% 34,700,554	33% 33,456,163	31,973,835	30,465,537	28,930,945	27,369,731
Premios	43.21% 54,520,525	51% 55,294,863	55,739,232	56,187,200	56,638,799	57,094,056
Derechos de Explotación	12.12% 15,291,551	14% 15,508,732	15,633,365	15,759,009	15,885,670	16,013,358
Costo de Impresión de Talonarios	1.20% 1,519,082	1% 1,540,657	1,553,039	1,565,520	1,578,103	1,590,788
Otros Costos	0.32% 402,785	0% 408,506	411,789	415,098	418,434	421,798
<b>Total Costos de Colocación</b>	<b>106,434,498</b>	<b>106,208,922</b>	<b>105,311,260</b>	<b>104,392,364</b>	<b>103,451,951</b>	<b>102,489,730</b>
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	<b>19,733,412</b>	<b>21,750,911</b>	<b>23,676,902</b>	<b>25,632,457</b>	<b>27,617,931</b>	<b>29,633,680</b>
Menos Gastos						
Gastos de Ventas	7.86% 9,921,913	64% 12,296,058	12,653,357	13,311,578	14,320,029	13,844,327
Gastos Administrativos	4.10% 5,173,849	33% 5,380,803	5,582,583	5,777,973	5,965,757	6,144,730
Depreciación del periodo	0.13% 168,189	1% 707,791	957,983	1,241,839	1,594,997	1,885,111
Otros Gastos	0.19% 239,024	2% 248,585	257,907	266,934	275,609	283,877
<b>Total Gastos</b>	<b>15,502,975</b>	<b>18,633,237</b>	<b>19,451,830</b>	<b>20,598,324</b>	<b>22,156,393</b>	<b>22,158,045</b>
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>4,230,436</b>	<b>3,117,674</b>	<b>4,225,073</b>	<b>5,034,134</b>	<b>5,461,538</b>	<b>7,475,635</b>
Gastos Financieros	0	212,529	220,495	256,453	323,064	242,831
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPTOS</b>	<b>4,230,436</b>	<b>2,905,145</b>	<b>4,004,578</b>	<b>4,777,680</b>	<b>5,138,474</b>	<b>7,232,804</b>
Impuesto de Renta	1,628,718	1,016,801	1,401,602	1,672,188	1,798,466	2,531,481
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>2,601,718</b>	<b>2,100,873</b>	<b>2,823,470</b>	<b>3,361,946</b>	<b>3,663,072</b>	<b>4,944,154</b>

## ANEXO 4 (Continuación)

### Sociedad Colombiana de Juegos y Apuestas S.A. Proyecciones de Estados Financieros

#### Balance General

	Proyectado 2006	Proyectado 2007	Proyectado 2008	Proyectado 2009	Proyectado 2010	Proyectado 2011
<b>ACTIVOS</b>						
<b>Activo corriente</b>						
Total Disponible	4,653,395	3,300,476	4,459,249	5,467,288	6,195,154	9,100,499
Total Inversiones	857,945	0	912,208	919,539	926,930	934,380
Total Ctas por cobrar	6,981,450	1	7,137,508	7,194,871	7,252,699	7,310,995
Total Diferidos	281,690	0	281,690	281,690	281,690	281,690
Total Inventario	61,914	0	62,793	63,298	63,807	64,320
Total Activo corriente	8,182,999		8,299,220	8,365,915	8,433,151	8,500,931
<b>Activo No Corriente</b>						
Propiedad planta y equipo	5,065,934		5,928,284	6,789,614	7,786,072	9,032,982
Depreciación acumulada	168,189		875,980	1,833,963	3,075,802	4,670,799
Total Propiedad, planta y eq.	4,897,745		5,052,304	4,955,651	4,710,270	4,362,183
Bienes Recibidos en Arrendamiento leasing	281,877		281,877	281,877	281,877	281,877
Total Activos no corrientes	5,179,622		5,334,181	5,237,528	4,992,147	4,644,060
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>18,016,017</b>		<b>16,933,877</b>	<b>18,062,692</b>	<b>18,892,586</b>	<b>19,340,145</b>
<b>PASIVOS</b>						
<b>Pasivo Corriente</b>						
Obligaciones Financieras	-		-	-	-	-
Total Cuentas por pagar	1,161,021		1,158,560	1,148,768	1,138,745	1,128,486
Impuestos por pagar	-		-	-	-	-
Impuestos sobre las ventas	1,061,424		1,066,332	1,074,901	1,083,540	1,092,249
Impuesto de renta por pagar	1,628,718		1,016,801	1,401,602	1,672,188	1,798,466
Retención en la fuente y de Iva	170,943	0.31354%	173,371	174,765	176,169	177,585
Total Impuestos por pagar	2,861,085		2,256,504	2,651,268	2,931,897	3,068,300
						3,811,522

## ANEXO 4 (Continuación)

### Sociedad Colombiana de Juegos y Apuestas S.A. Proyecciones de Estados Financieros

#### Balance General

	Proyectado 2006	Proyectado 2007	Proyectado 2008	Proyectado 2009	Proyectado 2010	Proyectado 2011
<b>Retenciones y Aportes Nómina</b>	<b>134,051</b>	<b>139,413</b>	<b>144,641</b>	<b>149,704</b>	<b>154,569</b>	<b>159,206</b>
Acreeedores Varios						
Acreeedores Varios	85,195	88,603	91,925	95,143	98,235	101,182
Ingresos Recibidos para Terceros	360	-	-	-	-	-
Premios x Pagar	738,517	749,006	755,026	761,094	767,211	773,378
Obligaciones Laborales	171,192	178,040	184,716	191,181	197,395	203,317
<b>Total Acreeedores Varios</b>	<b>995,265</b>	<b>1,015,649</b>	<b>1,031,667</b>	<b>1,047,418</b>	<b>1,062,841</b>	<b>1,077,876</b>
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>5,151,422</b>	<b>4,570,126</b>	<b>4,976,345</b>	<b>5,267,764</b>	<b>5,414,196</b>	<b>6,166,595</b>
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>						
<b>Total Pasivo No corriente</b>	<b>262,877</b>	<b>262,877</b>	<b>262,877</b>	<b>262,877</b>	<b>262,877</b>	<b>262,877</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>5,414,298</b>	<b>4,833,003</b>	<b>5,239,222</b>	<b>5,530,640</b>	<b>5,677,073</b>	<b>6,429,471</b>
<b>PATRIMONIO</b>						
Capital suscrito y pagado	10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000
Reservas	-	-	-	-	-	-
Superávit por valorización	-	-	-	-	-	-
Utilidad del ejercicio	2,601,718	2,100,873	2,823,470	3,361,946	3,663,072	4,944,154
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>12,601,718</b>	<b>12,100,873</b>	<b>12,823,470</b>	<b>13,361,946</b>	<b>13,663,072</b>	<b>14,944,154</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>18,016,017</b>	<b>16,933,877</b>	<b>18,062,692</b>	<b>18,892,586</b>	<b>19,340,145</b>	<b>21,373,625</b>

## ANEXO 4 (Continuación)

### Sociedad Colombiana de Juegos y Apuestas S.A.

#### Flujo de Caja Libre

	Proyectado 2007	Proyectado 2008	Proyectado 2009	Proyectado 2010	Proyectado 2011
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>					
Utilidad después de impuestos	2,100,873	2,823,470	3,361,946	3,663,072	4,944,154
+ Depreciación acumulada	707,791	957,983	1,241,839	1,594,997	1,885,111
- Intereses Efectivo Títulos (1-T)	35,632	34,094	32,874	31,631	30,367
+ Intereses Deuda (1-T)	130,705	135,604	157,719	198,685	149,341
- Incremento Activo Corriente	116,221	66,695	67,236	67,781	68,330
+ Incremento Pasivo Corriente	-581,295	406,219	291,419	146,432	752,399
- Incremento Activo Fijo Bruto	862,350	861,330	996,458	1,246,909	944,917
<b>FCF</b>	<b>1,343,872</b>	<b>3,361,157</b>	<b>3,956,355</b>	<b>4,256,865</b>	<b>6,687,391</b>
<b>VALOR DE LA EMPRESA</b>					
Kf	6.77%				
Km - Kf	13.23%				
PR	0%				
Beta apalancado	0.66	beta de la empresa			
Se asume que a los 5 años se liquida la empresa					
%Di	30.1%	28.5%	29.0%	29.3%	29.4%
%Si	69.9%	71.5%	71.0%	70.7%	70.6%
Beta desapalancado	0.83	0.83	0.84	0.84	0.84
Ks	17.8%	17.8%	17.8%	17.9%	17.9%
Kd (1-T)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
KWACC	12.5%	12.7%	12.7%	12.6%	12.5%
Flujo de Caja Libre	1,343,872	3,361,157	3,956,355	4,256,865	6,687,391
<b>VALOR EMPRESA</b>	<b>12,958,602</b>	<b>13,228,975</b>	<b>11,547,551</b>	<b>9,052,153</b>	<b>5,938,148</b>
+EFFECTIVO	4,653,395				
- DEUDA	-5,414,298				
<b>VALOR TERMINAL (VP Patrimonio)</b>	<b>8,246,096</b>				
<b>VALOR PATRIMONIO</b>	<b>20,443,795</b>				
Numero de acciones	10,000,000				
<b>VALOR POR ACCION</b>	<b>2.04</b>				

#### ANEXO 4 (Continuación)

Razones Financieras	Proyectado 2006	Proyectado 2007	Proyectado 2008	Proyectado 2009	Proyectado 2010	Proyectado 2011
Razón Corriente	2.48	2.52	2.56	2.63	2,70	2.85
Rotación de CxC	18.07	18.07	18.07	18.07	18.07	18.07
Días de CxC	20.20	20.20	20.20	20.20	20.20	20.20
Rotación de CxP	106.94	104.57	102.08	99.67	97.34	95,08
Días de CxP	3.41	3.49	3.58	3.66	3.75	3.84
Rotación Activo Fijo	24.36	23.99	24.63	26.05	28.22	35.67
Rotación Activo Total	7.00	7.56	7,14	6,88	6,78	6,18
Multiplicador	1.43	1.40	1,41	1.44	1.42	1.43
Razón Deuda	0.30	0.29	0.29	0.29	0.29	0.30
Margen Bruto	15.6%	17.0%	18,4%	19,7%	21,1%	22,4%
Margen EBITDA	3.5%	3.0%	4,0%	4,8%	5,4%	7.1%
Margen EBIT	3.4%	2,4%	3,3%	3,9%	4,2%	5.7%
Margen Neto	2.1%	1,6%	2,2%	2,6%	2,8%	3,7%
Rentabilidad Activos (ROA)	14.4%	12,4%	15,6%	17,8%	18,9%	23.1%
<b>Rentabilidad Patrimonio</b>	<b>20.6%</b>	<b>17,4%</b>	<b>22,0%</b>	<b>25,2%</b>	<b>26,8%</b>	<b>33,1%</b>

## BIBLIOGRAFÍA

- Alonso, J. C., Cantera, M. E., Lotero, A. M., Rojas, D. & Arboleda, A. M. (2006). Estudio de Mercado del Juego de Apuestas Permanentes para el Valle del Cauca. Centro de Investigación en Economía y Finanzas. Cali, Colombia: Universidad Icesi.
- Departamento Administrativo Nacional de Estadística-DANE. (2006). Indicadores de competitividad. Consultado en julio 24, 2006 en <http://www.dane.gov.co>.
- Banco de la República. (2006). Publicaciones Económicas: Informe sobre inflación. Consultado en julio 12, 2006 en [http://www.banrep.gov.co/publicaciones/jd\\_info\\_infla.htm](http://www.banrep.gov.co/publicaciones/jd_info_infla.htm).
- Banco de la República. (2006). Publicaciones Económicas: Reporte de indicadores económicos diarios (Online). Consultado en julio 13, 2006 en [http://www.banrep.gov.co/informes-economicos/ine\\_rep\\_indedia.htm](http://www.banrep.gov.co/informes-economicos/ine_rep_indedia.htm).
- Empresa Territorial para la Salud-ETESA. (2006). Normatividad: Ley 643 de enero 16 de 2001, por la cual se fija el régimen propio del monopolio rentístico de juegos de suerte y azar. Consultado en julio 13, 2006 en <http://www.etsa.gov.co/normatividad/leyes.html>.
- Sociedad Colombiana de Juegos y Apuestas S.A. (2006). Documentos internos. Colombia: Autor.
- Margolis, D. (2006). Stern School of Business at New York University. Betas by Sector. (Online). Consultado en julio 24, 2006 en [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html) 