

Información Importante

La Universidad de La Sabana informa que el(los) autor(es) ha(n) autorizado a usuarios internos y externos de la institución a consultar el contenido de este documento a través del Catálogo en línea de la Biblioteca y el Repositorio Institucional en la página Web de la Biblioteca, así como en las redes de información del país y del exterior con las cuales tenga convenio la Universidad de La Sabana.

Se permite la consulta a los usuarios interesados en el contenido de este documento para todos los usos que tengan finalidad académica, nunca para usos comerciales, siempre y cuando mediante la correspondiente cita bibliográfica se le de crédito al documento y a su autor.

De conformidad con lo establecido en el artículo 30 de la Ley 23 de 1982 y el artículo 11 de la Decisión Andina 351 de 1993, La Universidad de La Sabana informa que los derechos sobre los documentos son propiedad de los autores y tienen sobre su obra, entre otros, los derechos morales a que hacen referencia los mencionados artículos.

BIBLIOTECA OCTAVIO ARIZMENDI POSADA
UNIVERSIDAD DE LA SABANA
Chía - Cundinamarca

**MODELO PARA LA PROYECCIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS DE
FINDETER**

**JUAN FELIPE SERRANO ARIZA
OSCAR LEANDRO BARBOSA CASTRO
FABIAN ALEJANDRO RIOS SILVA**
Especialización en finanzas y mercado de capitales

**Universidad de la Sabana
Especialización en finanzas y mercado de capitales**

Bogotá, 31 de enero de 2014

**MODELO PARA LA PROYECCIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS DE
FINDETER**

JUAN FELIPE SERRANO ARIZA

OSCAR LEANDRO BARBOSA CASTRO

FABIAN ALEJANDRO RIOS SILVA

Especialización en finanzas y mercado de capitales

Magister

PABLO ENRIQUE MORENO ALEMAY

Tutor

Universidad de la Sabana

Especialización en finanzas y mercado de capitales

Bogotá, 31 de enero de 2014

CONTENIDO

Introducción	4
Justificación	5
Objetivos	6
Árbol del Problema	7
Marco teórico	8
Revisión de literatura	14
Metodología	18
Instructivo	22
Resultados	25
Conclusiones	26
Referencias	27
Anexos	28

INTRODUCCIÓN

El análisis de los estados financieros es un elemento que permite a los analistas evaluar la situación financiera, pasada y presente, de las organizaciones. Este tipo de análisis es fundamental para mejorar la eficacia en el proceso de toma de decisiones al interior de una compañía, pues permite identificar indicadores de rentabilidad, solvencia, endeudamiento y liquidez, entre otros, los cuales ayudan a visualizar el impacto de una decisión específica sobre el funcionamiento de la organización.

En la actualidad, las organizaciones operan en un entorno económico dinámico y cambiante caracterizado, principalmente, por los altos niveles de competitividad que en éste se manejan. Por lo anterior, las empresas no solo deben basar sus análisis en hechos históricos sino también en expectativas que les permitan, por medio de diferentes escenarios, planear la ruta a seguir tanto en situaciones adversas como en situaciones favorables. Es en este punto, donde la elaboración de modelos que permitan proyectar las variables de interés desempeña un papel importante como herramienta de planeación y toma de decisiones.

En el caso específico de la planeación financiera, ésta utiliza como herramientas de control y de toma de decisiones modelos de proyección de estados financieros, presupuestos de efectivo y el proceso general presupuestario. En este trabajo, el modelo a desarrollar será el de proyección de estados financieros (Balance general, Estado de resultados y Flujo de caja), entendiéndose éste como aquel que permite predecir el desempeño futuro de la empresa frente a variaciones en las principales variables que impactan el funcionamiento del negocio, permitiendo observar la sensibilidad de las principales cuentas de los estados financieros ante posibles escenarios que se planteen para la organización.

JUSTIFICACIÓN

El modelo que se desarrollará se aplicará a la Financiera del Desarrollo FINDETER S.A., la cual, a pesar de contar con un modelo de proyección de estados financieros, en el área de estrategia financiera se ha identificado la necesidad de crear uno nuevo que sea capaz de proyectar a un plazo de, por lo menos, 10 años. Sin embargo, esta necesidad no se limita solo a la ampliación del periodo de proyección, además, contempla la inclusión de variables que sean capaces de reflejar de una manera más precisa la operación de la financiera, la cual en los últimos años ha realizado cambios importantes dentro de su estructura. A continuación se mencionan algunos de los cambios que ha experimentado la entidad:

1. La operación de FINDETER se centraba principalmente en el tema financiero, es decir, se limitaba al redescuento de créditos y la captación de recursos a través de sus CDT's. Actualmente, la Entidad se ha involucrado con productos no financieros que generan recursos importantes y tienen que ver, principalmente con la asistencia técnica (Elegibilidad de vivienda, programa ciudades sostenibles y competitivas, programa 100.000 viviendas y aguas para la prosperidad).
2. Alrededor del 90% de la cartera de la entidad hasta hace algunos años (2 años) estaba indexada a la DTF, hoy la cartera indexada al IPC tiene una participación de alrededor del 30% dentro de la cartera total.
3. La financiera está buscando diversificar sus fuentes de fondeo e implementar un portafolio de inversión para manejar los excesos de liquidez que se presenten en determinado momento. Dentro de las fuentes de fondeo que la entidad espera implementar en el corto plazo se destacan dos: emisión de bonos locales y emisión de bonos internacionales.

Por las razones expuestas anteriormente, se espera a partir del nuevo modelo, y teniendo como apoyo el ya existente en la entidad, responder a los cambios que se están presentando en la organización, de tal forma que el proceso de planeación y toma de decisiones financieras sea más preciso dentro de la Financiera.

OBJETIVOS

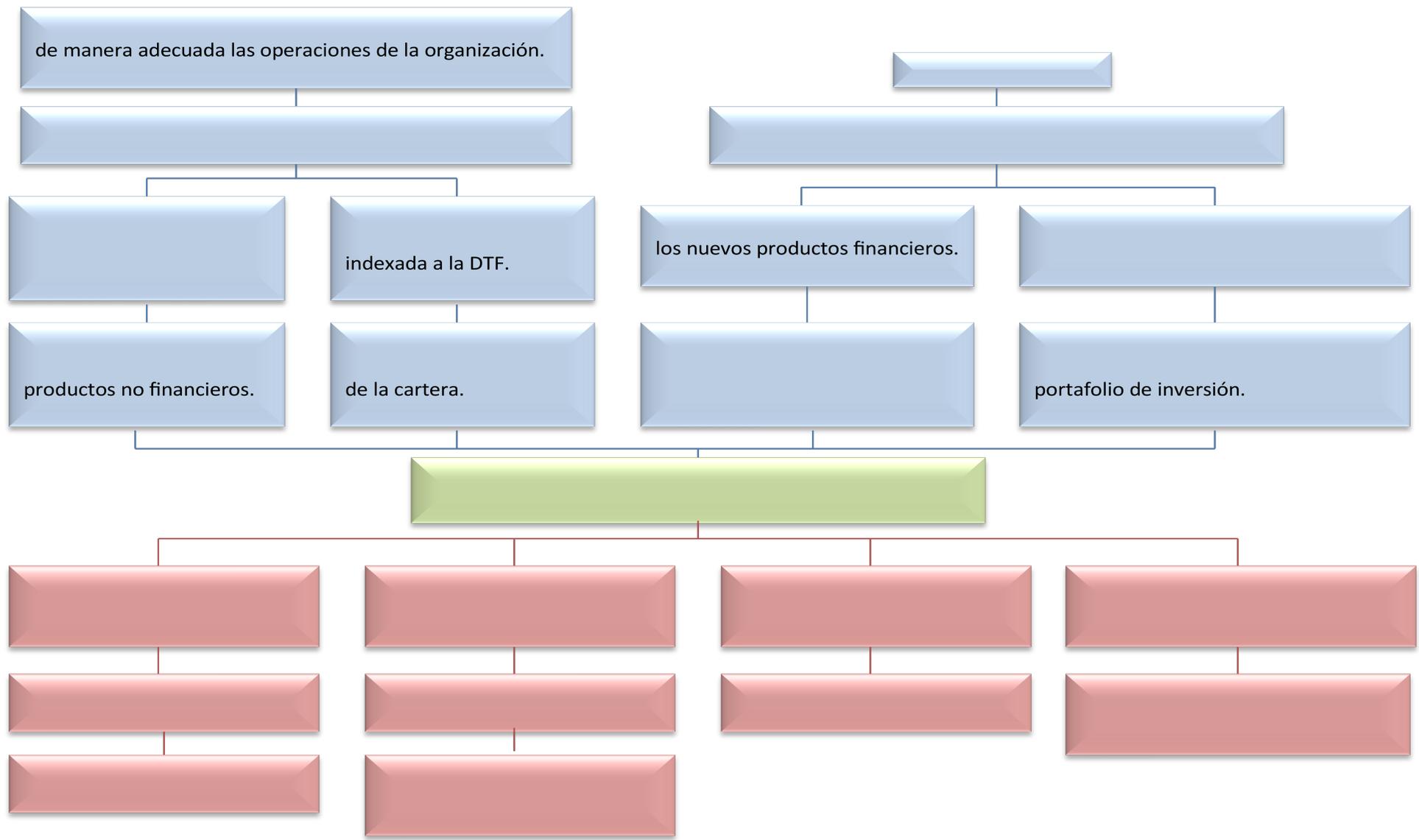
General

Elaborar un nuevo modelo de proyección de Estados Financieros de FINDETER, adaptándolo a los cambios estructurales que se han dado al interior de la entidad en los últimos años, para así hacer de esta herramienta una más exacta, que permita planificar y tomar decisiones de manera más acertada dentro de la organización.

Específicos

1. Elaborar un módulo dentro del nuevo modelo que permita incluir los productos no financieros en los que está involucrada la Entidad.
2. Estructurar el consolidado de la proyección de los Estados Financieros básicos de FINDETER, específicamente, el Balance General, el Estado de Resultados y el Flujo de Efectivo, para una ventana de tiempo de 10 años.
3. Incorporar un módulo que permita contemplar para el futuro nuevos productos financieros.
4. Realizar un módulo en el que se proyecte el flujo de caja de los créditos contratados con diferentes bancos multilaterales.

ÁRBOL DEL PROBLEMA



MARCO TEÓRICO

Contexto Organizacional

La Financiera del Desarrollo (FINDETER) es una sociedad de economía mixta del orden nacional, del tipo anónimas, organizada como un establecimiento de crédito, vinculada al Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) y sometida a vigilancia por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia (SF). Su principal accionista es la Nación con el 92,5% de participación, 20 departamentos con el 7,2% e INFINORTE con el 0,25%. Está constituida como una institución de segundo piso (no mantiene una relación contractual directa con los beneficiarios finales) que canaliza recursos para la financiación de proyectos de desarrollo y programas de inversión regional y urbanos a sectores como Vivienda, Transporte, Salud, Educación y Energía entre otros. De igual forma, la Entidad proporciona asistencia técnica para garantizar el adecuado desarrollo de cada uno de los proyectos. Al ser una institución de segundo piso, cuenta con niveles de morosidad muy bajos y cobertura de provisiones de cartera importantes.

La operación de la Entidad se divide geográficamente en 4 regionales (Caribe, Noroccidente, Pacífico y Centro), 3 zonas (Eje Cafetero, Nororiente y Sur), 7 oficinas satélites y presencia en 14 ciudades. Su actividad crediticia la desarrolla por medio de aliados financieros y no financieros de carácter público y privado. Algunos de estos aliados son la banca comercial, las compañías de financiamiento comercial, las corporaciones financieras, las cooperativas financieras y los institutos de fomento territorial (INFIS), los fondos de empleados, las cajas de compensación y las cooperativas de trabajadores (Fitch, 2013).

Su misión es la de apoyar el desarrollo sostenible del país, generando bienestar en las regiones, y su visión es la de ser la banca de desarrollo para la infraestructura sostenible del país. De acuerdo al plan estratégico corporativo (2012-2014), se trazaron 7 objetivos estratégicos para alcanzar la visión planteada y 5 principios sobre los cuales se sostiene este plan los cuales se enuncian a continuación:

Principios:

1. El desarrollo como meta principal, será objetivo permanente producir un impacto positivo en el desarrollo socio-económico de Colombia y los colombianos a través de las actividades de FINDETER.
2. La infraestructura será la locomotora principal de FINDETER y el plan Nacional de Desarrollo 2010-2014 servirá de marco y referencia a las actuaciones de la entidad.
3. La excelencia en Gobierno Corporativo y Buen Gobierno, desarrollando y consolidando la transparencia, la eficiencia, y la eficacia como bastiones permanentes de la gestión interna y de su interacción con terceros.
4. La institucionalización de políticas de responsabilidad social y sostenibilidad ambiental.
5. La mitigación de asimetrías a fines de reducir concentraciones en regiones.

Objetivos:

1. Mantener el valor del patrimonio y la competitividad financiera de la entidad.
2. Ser reconocida como una entidad eficiente y eficaz en el desarrollo de las regiones.
3. Posicionar y ampliar el portafolio de productos y servicios financieros y no financieros.
4. Consolidar la gestión transaccional y tecnológica.
5. Fortalecer la administración de riesgos.
6. Lograr un marco normativo adecuado y competitivo en el mercado.
7. Desarrollar un equipo humano competente y de alto desempeño.

(p. 4)

El portafolio de productos que ofrece FINDETER puede clasificarse en dos grandes grupos: productos financieros y productos no financieros. A continuación se describen cada uno de ellos:

Productos Financieros

1. Redescuento: Esta es la modalidad de crédito ofrecida por FINDETER. Esta operación consiste en entregar recursos a un establecimiento de crédito o a una entidad autorizada por la ley, para que estas los desembolsen al beneficiario final. Los proyectos financiables por FINDETER son turismo, deporte, vivienda, servicios públicos, educación, salud, saneamiento fiscal, desarrollo energético, medio ambiente y TIC's.

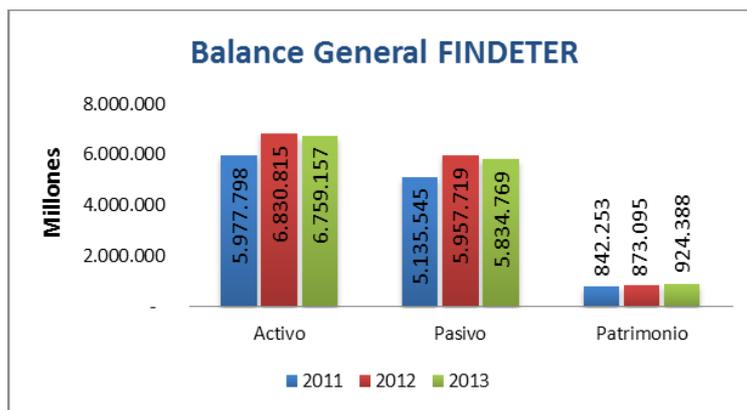
2. Certificados de Depósito a Término (CDT): FINDETER obtiene los recursos del público a través de la emisión de estos títulos los cuales están inscritos ante la Superintendencia Financiera de Colombia, en el Registro Nacional de Valores y Emisores; respaldados con la más alta calificación de riesgo crediticio.

Productos no Financieros

1. Elegibilidad de Vivienda: con este programa se busca otorgar elegibilidad para proyectos de vivienda de interés social e interés prioritario, después de verificar los requisitos técnicos, jurídicos y financieros de cada proyecto.
2. Ciudades Sostenibles y Competitivas: el programa busca contribuir a la construcción de manera ordenada de ciudades intermedias, garantizando un crecimiento sostenible capaz de satisfacer las necesidades básicas de la población.
3. 100 mil Viviendas: Este es un programa del Gobierno Nacional en el que el papel de FINDETER es el de brindar asistencia a los municipios que faciliten la viabilización de los predios urbanos y evaluar de manera ágil los proyectos privados y las propuestas para lotes públicos.
4. Aguas para la Prosperidad: Apoyar la ejecución del programa Agua para la Prosperidad que beneficiará a 36 municipios con el propósito de dar respuesta a sus necesidades de agua y saneamiento.

FINDETER en Cifras

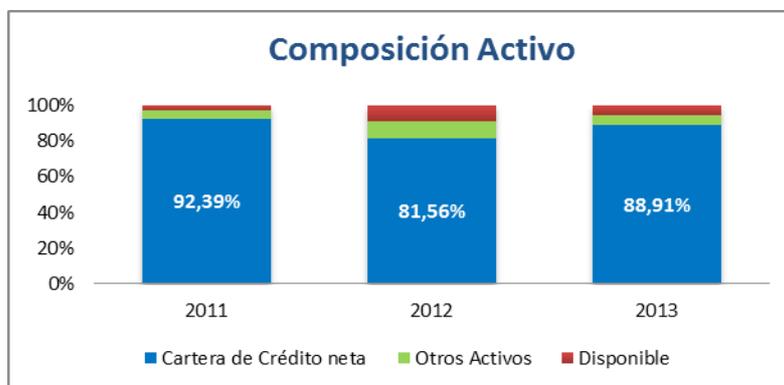
FINDETER en la búsqueda del cumplimiento de su objeto social (ofrecer financiamiento para proyectos en infraestructura y promoción del desarrollo regional y urbano del país), ha mostrado en los últimos años un crecimiento importante de su balance general. Es así que el crecimiento de su activo desde el año 2011 ha sido de 13,07%, el de su pasivo de 13,62% y el de su patrimonio de 9,75%.



A continuación, se exponen las principales cuentas que componen el Activo y la estructura de capital de la Entidad.

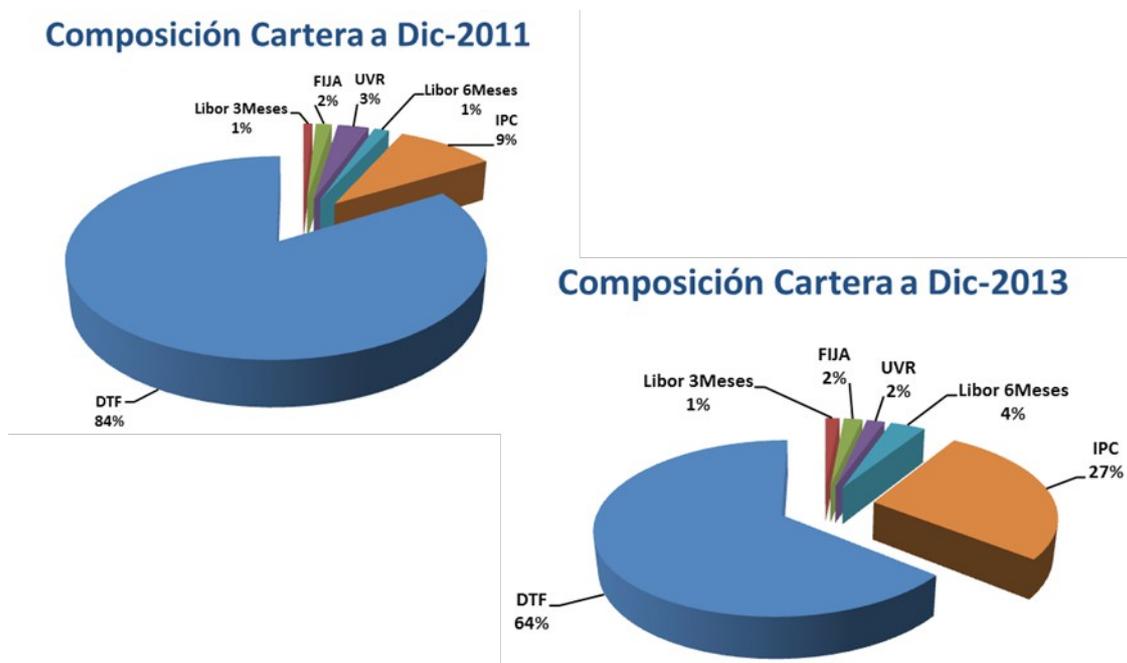
Estructura del Activo:

La composición del activo desde el año 2011 ha cambiado muy poco y la partida más importante sigue siendo la Cartera de créditos de la organización (88,91%). A pesar de que la participación de la cartera dentro del activo total se ha reducido, al ser una entidad financiera su negocio continúa sosteniéndose, principalmente, a través de la financiación de proyectos de infraestructura y desarrollo en los sectores claves de la economía colombiana. Un rubro que ha ganado participación dentro del activo es el del Disponible el cual al finalizar el año 2013 llegó a ser del 5,30%. Lo anterior se explica, principalmente por los recursos en moneda extranjera que recibió la entidad durante el año producto de préstamos con la banca multilateral y prepagos de la cartera en dólares.



Teniendo en cuenta la importancia de la cartera dentro del activo, ésta merece un análisis individual el cual se expone a continuación:

En el último año el crecimiento de la cartera de créditos neta fue de 7,87% y estuvo motivado por los créditos desembolsados, los cuales alcanzaron los 2,56 billones de pesos, cifra que supera la de un año atrás en 10,37%. En cuanto a la cartera se resalta que su composición en los últimos años ha cambiado de manera importante, en donde la participación de la cartera indexada a la DTF pasó de ser el 84% en 2011 a 64% en 2013. Igualmente, el cambio de la cartera indexada al IPC fue de 18%, pasando de 9% en 2011 al 27% en 2013. Esta es una de las razones por las que se diseñó un nuevo modelo de proyección de estados financieros en el que se plasmaran los cambios que la composición de la cartera ha venido mostrando.



Estructura del Pasivo y Patrimonio:

En cuanto a la estructura de capital, las variaciones no han sido muy altas y el rubro con una participación mayoritaria es el de los depósitos y exigibilidades dentro del cual se encuentran los CDT de la entidad. En promedio, en los últimos tres años la participación de los CDT ha sido de 76% sobre el total del Pasivo y patrimonio. Lo anterior se debe a que las fuentes de fondeo de la entidad no están muy diversificadas y se sostienen actualmente en la emisión de Certificados de Depósito a Término y créditos con la banca multilateral y cooperación. En cuanto al Patrimonio, éste se ha mantenido

en promedio durante los últimos tres años como el 13,5% de la estructura de capital total.



REVISIÓN DE LITERATURA

El diagnóstico financiero permite a la organización hacer una evaluación de cómo está utilizando sus recursos y si realmente está obteniendo los resultados esperados haciendo una evaluación profunda de los diferentes componentes de los estados financieros, apoyado en los distintos indicadores que pueden ser calculados con los resultados obtenidos. Fernández (1986) plantea que:

Una de las formas tradicionales de analizar la situación financiera de una empresa es la utilización de ciertas técnicas conocidas como propias del análisis financiero, basadas en el análisis e interpretación de los estados financieros, tanto por lo que se refiere a la comparación entre cifras previstas y reales como para contribuir a determinar la situación financiera actual de la empresa. (p.1)

Pero no podemos desconocer el hecho de que estos análisis de los estados financieros por si solos no nos dan las herramientas suficientes para hacer una completa evaluación de la situación en la cual se encuentra la organización.

Puesto que el análisis secuencial de los datos no permite establecer sino una opinión subjetiva, aunque fundamentada en la experiencia, sobre la situación real de una empresa, al desconocer las relaciones de sustitución entre unos y otros indicadores, entonces la utilización de un modelo de predicción añade un instrumento apropiado y exento de ambigüedad al conjunto de técnicas de análisis disponibles por el analista financiero. (Fernández, 1986, p. 18)

Sin un análisis concienzudo de los estados financieros y sin una buena elaboración de los mismos los resultados finales serán distorsionados y por tanto no mostrarán la realidad que presente la organización y en consecuencia no podrán ser un punto de partida para realizar pronósticos o proyecciones sobre las mismas.

Los estados financieros de una empresa además de entregar información sobre el pasado, también son el punto de partida en la realización de un plan financiero para el futuro. Es en este plan financiero en donde las finanzas se integran con la estrategia de las organizaciones, ya que a partir de éste se busca plasmar, a través de proyecciones financieras, el efecto de los acontecimientos y acciones que se esperan por parte de la administración. De acuerdo con García (2009):

El uso de cifras proyectadas permite al gerente tomar decisiones más ajustadas a la realidad de la empresa en la medida en que la obtención de dichas cifras obedece a la

confrontación de la información histórica con las expectativas futuras de la empresa y los objetivos que con base en ella se ha trazado la gerencia. (p.310)

Es de vital importancia para la organización poder conocer y cuantificar las consecuencias de las decisiones que se toman, ya que esto permitirá realizar una mejor planeación. Vélez (2005) profundiza en este punto al afirmar que los modelos financieros permiten a las firmas medir los efectos de sus decisiones futuras y por tanto es necesario mantener una constante actualización de las variables que inciden en los resultados del modelo para así evitar omitir los cambios de las variables propias del modelo y de variables externas como la DTF, el PIB, la inflación etc.

Se busca en alguna medida lograr cuantificar los efectos que se provocan al realizar cambios a las variables que influyen directamente en el desarrollo de la operación de la organización.

El modelo debe medir los efectos de las diferentes decisiones que se tomen y además, con él debe ser posible analizar los diferentes cursos de acción. Es decir, que sea susceptible de hacer un análisis de sensibilidad, e inclusive un análisis de tipo probabilístico. (Vélez, 2005 p.5)

Es así, que las proyecciones financieras se establecen como el proceso por medio del cual aspectos como las previsiones económicas, las políticas y decisiones de la empresa, las estadísticas, los movimientos de fondos y los indicadores financieros se integran dando como resultado una proyección para un periodo futuro específico. Son estas proyecciones las que van a permitir reconocer con cierta anticipación los efectos financieros generados por la implementación de políticas nuevas o cambiantes. Adicionalmente, van a permitir establecer las necesidades futuras de fondos, haciendo de ellas una herramienta fundamental en la negociación de créditos con bancos y demás entidades de crédito. De igual forma, esta herramienta servirá como mecanismo de ayuda a la administración de la organización, la cual podrá revisar el posible impacto financiero de planes y programas, así como su conveniencia.

Una proyección financiera eficaz va a traer diferentes ventajas tanto a la empresa como a los inversionistas y acreedores actuales y potenciales. Algunas de las ventajas que Anaya (2009) menciona son:

1. Permite la comprobación previa de la posibilidad financiera de distintos planes y programas, antes de que se den pasos difíciles de retroceder.
2. Sirve como herramienta de control para descubrir y corregir las desviaciones de los planes y programas.
3. Ayuda a prever la manera de obtener fondos adicionales, si se requieren.
4. Brinda confianza a las entidades financieras y demás acreedores y facilita la negociación de créditos con la debida anticipación.

(p. 180)

Es importante tener en cuenta que el hecho de realizar las proyecciones de los estados financieros no significa que estos estén bien especificados y elaborados de la mejor manera. Vélez & Hurtado (2010) plantean que:

Quando se proyectan estados financieros hay que ser cuidadoso al construir un modelo consistente y correcto. Esto no es tarea fácil. Incluso el experto en modelaje más experimentado puede incurrir en equivocaciones. Esto es especialmente relevante cuando se construye un modelo financiero de alguna complejidad. (p. 2)

Si bien es cierto no es posible obtener un excelente resultado si los datos de partida están mal especificados, es de vital importancia tener en cuenta todos los posibles errores en los cuales se podría incurrir en el momento de la elaboración de las proyecciones para lograr estimar un modelo consistente y que posea un alto grado de certeza que permita evaluar eficientemente las proyecciones que arroje el modelo.

Es de vital importancia entender el carácter de los datos que se van a presentar como lo es la forma e implicación de las distintas maneras de mostrar los mismos. Como lo plantea Viegas, Rial & Gajst (2000):

La definición de términos tales como: “estimación”, “pronóstico”, “proyección” e “ilustración”, constituyen claves necesarias para poder interpretar los alcances de la información financiera proyectada. Al respecto, la International Capital Markets Group (ICMG), en su investigación sobre “**Información Financiera Prospectiva**” de 1999, presenta las siguientes definiciones:

Información Financiera Proyectada (IFP):

Estimación – IFP con respecto a un período financiero que no ha expirado, pero por el cual los resultados todavía no han sido publicados;

Pronóstico – IFP con respecto a un período financiero que no ha sido completado y los directores están **razonablemente seguros** de alcanzar;

Proyección - IFP con respecto a un período futuro en la que los directores tienen **razonable confianza** (pero no están razonablemente seguros) de alcanzar;

Ilustración – IFP con respecto a un período futuro que se basa en una serie de suposiciones de eventos futuros, sobre los cuales no es posible tener suficiente confianza en que el resultado demostrado sea alguna vez alcanzado

(p. 4)

Es por tal motivo que este trabajo se centra en hacer proyecciones de los estados financieros, debido a su horizonte de tiempo relativamente amplio lo que impide tener una certeza mayor a la que se tendría en periodos cortos. Es importante realizar este tipo de aclaraciones ya que le dan la posibilidad al lector de entender de una mejor forma los resultados presentados.

METODOLOGÍA

Gran parte de los modelos de estados financieros se desarrollan con base a las ventas de la organización. Lo anterior implica que un número importante de las cuentas que conforman los estados financieros se asumen como una función del nivel de ventas de la firma. Teniendo en cuenta esto, para solucionar un modelo de planeación financiera es necesario distinguir entre aquellas cuentas que tienen una relación funcional con las ventas y aquellas que dependen en mayor grado de decisiones políticas. La aplicación de este trabajo se realizará sobre una entidad financiera lo que hace que el concepto de “Ventas” sea diferente. Al ser el redescuento de crédito el principal producto de FINDETER el equivalente de las ventas para esta entidad serían los ingresos financieros generados por la cartera de créditos.

Un aspecto de vital importancia para el desarrollo del modelo es el de determinar cuál será la variable “plug”, ya que ésta es la que permitirá cerrarlo. Para este caso específico la variable “plug” seleccionada será la de las nuevas emisiones (emisión de deuda). Se debe tener en cuenta que el modelo busca proyectar los estados financieros para 10 años de manera mensual.

Este modelo específico se va a desarrollar a través de módulos en los que se modelarán de manera independiente algunas de las variables más importantes para FINDETER. A continuación, se enuncian los módulos que se incluirían dentro del modelo:

1. **Módulo de Variables de Entrada:** en este módulo se ingresarán las diferentes variables que tienen alguna influencia dentro de la proyección. El cálculo de estas variables se realizará teniendo en cuenta información histórica de la entidad, proyecciones realizadas por otras entidades que cuentan con áreas de investigaciones económicas y promedios históricos. Algunas de las variables que se destacan son las tasas de interés activas y pasivas, algunas variables macroeconómicas, y los plazos promedio del pasivo y el activo.
2. **Módulo de Cartera:** la cuenta más relevante para FINDETER dentro del total de sus activos es la cartera de crédito, con una participación superior al 80%. Esto hace que su modelaje deba realizarse de manera detallada pues el valor del activo es muy

sensible frente a los cambios que se presenten en la cartera. Por lo anterior, al modelar este rubro se debe contemplar su composición la cual ha venido cambiando en los últimos años de manera considerable. Es decir, se debe tener en cuenta un plazo promedio y una tasa promedio diferentes por cada uno de los índices que componen el total de la cartera (DTF, IPC, Tasa Fija, UVR, Dólares).

3. **Módulo de Emisiones CDT's:** dentro de los pasivos totales de FINDETER los depósitos y exigibilidades representan más del 80%. Por lo anterior, el desarrollo de este módulo debe realizarse de manera detallada, teniendo en cuenta los CDT's que la entidad tenga vigentes en el momento de la fecha de corte. Un aspecto importante con relación a este módulo es el de las emisiones de CDT's nuevos, pues ésta será la variable que permita cerrar el modelo financiero (variable "plug"), garantizando un nivel de caja mínimo.
4. **Módulo de Deuda Multilateral (VF):** En este módulo se realizará la amortización de los diferentes créditos que la entidad tiene contratados con la banca multilateral (BID, Banco Mundial, CAF, AFD). Lo anterior se realizará asumiendo una tasa promedio para calcular los intereses. Adicionalmente cuenta con la posibilidad de incorporar futuros créditos que sean tomados con estas entidades.
5. **Módulo de bonos:** Dentro de los objetivos estratégicos de FINDETER se encuentra el de ampliar el portafolio de productos y servicios financieros. Uno de esos productos consiste en la estructuración de una emisión de bonos en el ámbito internacional y otra en el nacional. A partir de este módulo se podrá contemplar, dentro del modelo, la proyección de los flujos que generen este tipo de productos, así como su impacto sobre la utilidad de la Entidad. El módulo admite realizar cambios sobre las características de los títulos a emitir lo que permite realizar sensibilizaciones.
6. **Módulo de activos fijos:** En esta sección se llevarán a cabo las diferentes compras de activos fijos que la entidad planeó hacer. Para el primer año de proyección se tendrá en cuenta el presupuesto de la entidad, para los periodos subsiguientes se asume un crecimiento equivalente al de la variación anual del IPC.
7. **Módulo depreciación:** Este módulo parte de los saldos de balance referentes al valor bruto de los activos fijos (terrenos, edificios, equipos, muebles y enseres de

oficina, equipos de computación y vehículos) y de la depreciación acumulada. A partir de esos saldos se deprecian en línea recta cada uno de los activos asumiendo plazos de depreciación diferentes y sin valor de salvamento, teniendo en cuenta las compras realizadas en el módulo anterior.

8. **Módulo de re-expresión:** En esta sección se lleva el control de los ajustes en cambio generados en el activo y en el pasivo denominado en dólares. Estos ajustes corresponden a los ingresos o egresos generados por variaciones en la tasa de cambio en un periodo específico. Adicionalmente, en este módulo se manejan los ajustes del activo denominado en UVR, llevando el control de los ingresos o egresos generados por cambios de este indicador.
9. **Módulo derivados:** El objetivo de este módulo es el de realizar las coberturas necesarias para contrarrestar el descalce entre el activo y el pasivo en dólares. Estas coberturas se realizan a través de Non Delivery Forwards (NDF) asumiendo que los contratos se vencen mensualmente y que se renuevan simultáneamente con su vencimiento. El monto por el cual se realizan dichos contratos se asume como el 100% de la diferencia entre los activos y pasivos denominados en dólares. Al interior del módulo no se debe ingresar ninguna variable pues éste utiliza la información de otros módulos. A partir de esta sección se determina el monto que afecta tanto al estado de resultados como al patrimonio de la Entidad.
10. **Módulo de impuestos:** En este módulo se calcula los impuestos de la Financiera diferenciando entre caja y causación. Se hace especial énfasis en el cálculo del impuesto de renta ya que, históricamente, éste ha sido considerablemente alto afectando de manera importante la utilidad de la entidad. Por lo anterior, se calcula de manera detallada la base impositiva sobre la cual este impuesto se calcula.
11. **Módulo de gastos administrativos:** Para el primer año de proyección, los gastos administrativos que se asumen son los del presupuesto de la empresa. Para realizar la proyección de los demás años se asume un crecimiento constante equivalente a la variación del IPC anual más un porcentaje adicional, el cual debe especificarse para cada una de las partidas.
12. **Módulo de productos no financieros:** Este módulo recoge los ingresos y egresos por los diferentes proyectos que viene realizando la entidad. Este cuenta con un flujo

para cada uno de los proyectos y un consolidado de los mismos que será llevado a los diferentes estados financieros. Se debe tener en cuenta que debe ingresarse al módulo los ingresos y egresos totales por cada uno de los proyectos específicos.

13. **Estados financieros mensuales:** En esta sección se presenta el consolidado de los estados financieros básicos. Contaremos con el balance general desagregado en sus cuentas más importantes, el estado de resultados que nos permitirá conocer la utilidad neta del ejercicio y el flujo de efectivo que nos proporcionara el disponible o cuanto se debe emitir en cada periodo analizado para mantener el mínimo establecido de efectivo.
14. **Módulo planeación caja:** En esta sección se plantea el nivel de caja mínima y las emisiones que se deben realizar para mantener este nivel.
15. **Módulo análisis vertical y horizontal:** En este módulo permite realizar el análisis horizontal y vertical de las variables calculadas en los módulos anteriores permitiendo así un análisis más profundo del comportamiento de las proyecciones realizadas.
16. **Módulo de Resultados:** En este capítulo se fusionan todos los módulos para dar como resultado la proyección de los estados financieros anuales consolidados de FINDETER (Balance General, Estado de Resultados y Flujo de Efectivo).

Por último, después de haber obtenido la proyección de los estados financieros, se realizarán cambios a las variables de entrada de forma tal que sea posible observar el impacto en las utilidades de la entidad ante diferentes escenarios (optimista, pesimista y base).

INSTRUCTIVO

1. Ingresar la fecha de proyección inicial, la cual corresponde al primer mes de proyección y no a la fecha de corte del último estado financiero.
2. Ingresar las diferentes variables macroeconómicas de manera mensual, de acuerdo a las expectativas del analista, del mercado o del resultado de modelos estadísticos específicos. Un punto importante de mencionar es que las celdas que tienen un color diferente al blanco están formuladas por lo que no deben ser modificadas.
3. A partir de la información de la financiera ingresar el saldo final de la cartera de créditos y la composición de la misma de acuerdo a la indexación de sus tasas (DTF, IPC, IBR, UVR, etc.). De igual forma ingresar el spread promedio o esperado de cada una de las líneas mencionadas anteriormente.
4. Ingresar el porcentaje sobre el PIB al cual crecerán los desembolsos anuales de la entidad.
5. Ingresar la participación de los nuevos desembolsos sobre cada uno de los índices.
6. De acuerdo a las expectativas del analista, o asumiendo promedios históricos, ingresar el plazo y periodo de gracia al cual se desembolsaran los nuevos créditos.
7. Actualizar los spread a los que se realizaran los nuevos desembolsos.
8. De igual forma, teniendo en cuenta las curvas de valoración del mercado de renta fija al momento de actualizar el modelo, o según las expectativas del analista actualizar los spreads sobre cada una de las tasas a las cuales la entidad capta los recursos a partir de la emisión de CDT's.
9. En el modulo de cartera se debe tener en cuenta cada vez que sea modificado algún supuesto referente al plazo del crédito, el periodo de gracia y el porcentaje de prepagos, se deberá ejecutar la macro de actualizar cartera, la cual realiza la amortización de capital de la misma.

10. En el módulo de deuda multilateral deben ingresarse las características de cada uno de los créditos vigentes y de los nuevos créditos que se tengan proyectados. La información ingresada en este módulo es suministrada por la Dirección de Operaciones. Al final se lleva un consolidado con los saldos y los intereses, los cuales se llevan a cada uno de los estados financieros.
11. En el modulo de emisión de CDT'S se deben ingresar las características de los CDT'S vigentes (fecha de emisión, vencimiento, monto, tasa, spread y periodicidad de pago) información que es suministrada por la tesorería de la entidad. Se debe tener en cuenta que el monto de las emisiones debe estar expresado en pesos.
12. En el módulo de bonos la información que debe ser actualizada es la correspondiente a las características de los títulos de deuda. Se debe definir el monto, el plazo, la fecha de emisión, la periodicidad de pago de los intereses, la tasa y el spread. Toda esta información es proyectada.
13. Para el módulo de activos fijos se debe ingresar de manera manual la proyección de la compra de activos, la cual puede ser obtenida a partir del presupuesto o de promedios históricos definidos por el analista. Sólo debe ingresarse para el primer año la proyección, a partir del segundo año se asume un crecimiento equivalente a la inflación.
14. En el módulo de depreciación la información de entrada corresponde a la de los últimos estados financieros conocidos. En las celdas que se encuentran en blanco deben ingresarse los valores de las cuentas PUC especificadas en el módulo, las cuales corresponden a los activos fijos y depreciaciones acumuladas.
15. El módulo de gastos administrativos requiere el ingreso de información manual para el último año ejecutado y para el primer año de proyección. Las cifras que podrían ingresarse son las especificadas en el presupuesto de la entidad o las que el analista considere pertinentes. Las cifras desde el segundo año en adelante crecerán de acuerdo al IPC más un spread definido por quien actualice las cifras. Este spread debe ser ingresado manualmente de acuerdo a las expectativas de la empresa frente a sus gastos.

16. En el módulo de Productos no Financieros se debe ingresar el resultado de los ingresos totales y egresos totales esperados para cada uno de los nuevos programas. Este módulo no proyecta, recibe como insumo una proyección realizada con anterioridad.
17. El módulo de impuesto parte de los insumos que se hayan ingresado en el módulo de variables. Aquí se lleva la causación de los impuestos, el pago de impuestos y la provisión de impuestos del Balance.
18. En el módulo de Planeación Caja debe ingresarse el monto mínimo que debe mantenerse entre el disponible, las posiciones activas en el mercado monetario y relacionadas y las inversiones. Esa política de disponible mínimo es constante para todo el periodo de proyección. Adicionalmente, en esta sección debe ingresarse manualmente el plazo al cual saldrán las emisiones nuevas, es decir, aquellas realizadas para cumplir con la política de caja mínima. Otra información que debe quedar plasmada en este módulo es la de la participación por índice de las nuevas emisiones. Dependiendo de estas participaciones se calcula una tasa ponderada fija con la cual se obtendrán los intereses de estas emisiones. Por último, se debe correr la macro cuadro caja la cual garantizará que se mantenga el nivel mínimo a partir de nuevas emisiones. Cada vez que se realicen cambios a los diferentes módulos, se deberá ejecutar la macro.
19. Para el módulo de Estados financieros mensuales, se deben ingresar los históricos de los estados financieros de la entidad (último año y mes de ejercicio). Para esto se tienen las cuentas PUC que conforman cada una de las partidas del Balance General y el Estado de Resultados.

RESULTADOS

En la elaboración de este trabajo la principal herramienta utilizada fue Microsoft Excel, programa distribuido y desarrollado por Microsoft y comúnmente implementado por los analistas para la elaboración de hojas de cálculo financieras y contables.

A partir de esta herramienta se logró el desarrollo de un modelo de proyección de estados financieros que modela de manera independiente las variables más relevantes al interior de FINDETER. El resultado comprende los Estados Financieros básicos (Balance General, Estado de Resultados y Flujo de efectivo) proyectados para una ventana de tiempo de diez años vista de manera mensual.

Otro aspecto importante del modelo es que no sólo permite obtener la proyección de los estados financieros, sino que, adicionalmente, facilita el análisis de variables específicas de manera individual, gracias a que cuenta con distintos módulos para este fin, dándole mayor versatilidad. Teniendo en cuenta la estructura del modelo, realizar sensibilidades sobre el mismo resulta una tarea sencilla, lo que permite al analista y/o al administrador financiero tener una herramienta de ayuda al momento de tomar las decisiones.

CONCLUSIONES

El modelo desarrollado incorpora los cambios estructurales que ha sufrido la entidad en los últimos años con respecto a los productos que esta ofrece y el cambio en la composición de su principal activo que es la cartera de créditos. Adicionalmente se cuenta con una proyección para una ventana de tiempo mayor (10 años) lo que permite responder a la información demandada por otras entidades estatales.

Además de lo anterior, el modelo permite realizar proyecciones sobre variables específicas a partir de sus módulos, facilitando la entrega de información sobre temas concretos al interior de la entidad.

Estas incorporaciones en el modelo desarrollado permiten contar no solo con los estados financieros básicos consolidados sino también con una herramienta más exacta y acertada para la toma de decisiones dentro de la organización.

Si bien el modelo recoge los cambios que ha sufrido la entidad en los últimos años es necesario tener en cuenta que en Colombia se está dando un proceso de implementación de las normas internacionales contables por lo que para trabajos futuros el modelo podría mejorarse buscando su adecuación a esta nueva normatividad.

REFERENCIAS

- Fernández, A. I. (1986). El diagnóstico financiero de la empresa. Nuevas tendencias en el análisis. *Revista española de financiación y contabilidad*, 16 (49). 113-32.
- Financiera de Desarrollo Territorial (2013). *Plan estratégico 2012-2014*. Recuperado de <http://www.findeter.gov.co/documentos.php?id=116>
- Fitch Ratings (2013). *Informe Integral Financiera de Desarrollo Territorial*. Recuperado de <http://www.findeter.gov.co/ciudades/documentos.php?id=200235>
- León, O. (2009). *Administración Financiera, Fundamentos y Aplicaciones*. Cali: Oscar León García.
- Ortiz, H. (2009). *Flujo de Caja y Proyecciones Financieras con Análisis de Riesgo*. Bogotá: Universidad Externado de Colombia.
- Vélez, I. (2004). *Guía para la proyección de estados financieros y valoración financiera de un plan de negocios*. Recuperado de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=557868
- Vélez, I., & Hurtado, D. L. (2010). *Errores frecuentes en la proyección de estados financieros y soluciones*. Recuperado de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1228562
- Viegas, J. C., Rial, L. N. & Gajst, I. (2000). La información prospectiva: proyecciones o pronósticos. *Contabilidad y auditoría*, 6 (12). 50-74.

ANEXO 1: BALANCE GENERAL

BALANCE GENERAL	31-dic-13	31-dic-14	31-dic-15	31-dic-16	31-dic-17	31-dic-18	31-dic-19	31-dic-20	31-dic-21	31-dic-22	31-dic-23	31-dic-24	31-dic-25
ACTIVO	6.759.157	6.866.600	8.046.803	8.718.891	9.096.834	9.276.684	9.375.617	9.320.033	9.289.203	9.406.453	9.664.600	10.030.617	10.487.538
Disponible	357.900	125.109	125.101	125.130	125.100	125.114	125.087	125.088	125.070	125.081	125.070	125.082	125.074
Posiciones Activas en Mercado Monetario y Relacionadas	46.300	61.237	61.229	61.258	61.228	61.243	61.215	61.217	61.199	61.209	61.198	61.210	61.203
Inversiones	69.883	63.872	63.872	63.872	63.872	63.872	63.872	63.872	63.872	63.872	63.872	63.872	63.872
Cartera de Crédito	6.009.592	6.349.717	7.512.735	8.171.027	8.539.111	8.710.161	8.800.780	8.737.474	8.698.837	8.807.003	9.054.930	9.409.643	9.853.519
Provisiones	(64.994)	(71.528)	(83.151)	(89.649)	(93.203)	(94.969)	(96.018)	(96.404)	(96.432)	(97.309)	(99.540)	(102.876)	(107.103)
Aceptaciones y Derivados	1.134	109	3	141	273	411	543	672	812	1.005	1.194	1.363	1.543
Cuentas por Cobrar	50.016	36.146	46.023	52.069	54.201	55.077	55.367	54.827	54.213	54.573	55.918	58.003	61.568
Bienes Realizables y Recibidos en Pago	46	48	57	62	65	66	67	67	66	67	69	72	75
Propiedades y Equipo	4.599	5.324	5.930	6.426	6.810	7.079	7.310	7.492	7.617	7.684	7.693	7.756	7.831
Otros Activos	219.686	225.038	231.854	238.906	246.172	253.660	261.375	269.325	277.517	285.958	294.656	303.618	312.853
PASIVOS	5.834.769	6.022.842	7.157.669	7.755.870	8.065.040	8.184.515	8.224.577	8.115.162	8.031.896	8.098.279	8.310.548	8.630.528	9.000.387
Depósitos y Exigibilidades	5.197.192	5.381.392	6.495.555	7.085.020	7.414.296	7.563.501	7.632.769	7.560.930	7.512.515	7.613.193	7.863.176	8.203.123	8.622.249
Posiciones Pasivas en Mercado Monetario	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aceptaciones	659	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Créditos de Bancos y Otras Obligaciones Financieras	493.226	488.879	481.235	464.277	440.361	410.022	378.722	345.661	310.773	273.989	235.236	207.450	180.901
Cuentas por Pagar Intereses	34.896	37.528	47.037	51.802	55.811	57.588	58.333	58.294	58.218	58.884	60.526	62.780	12.555
Cuentas por pagar otros impuestos	-	858	1.163	1.650	1.657	1.945	1.806	2.029	1.916	1.983	1.972	2.110	2.166
Otras Cuentas por Pagar	2.897	1.950	2.036	2.133	2.235	2.342	2.454	2.571	2.695	2.824	2.960	3.102	3.252
Títulos de Inversión en Circulación	22	23	23	24	25	25	26	27	28	29	29	30	31
Otros Pasivos	68.921	72.854	86.181	93.724	97.940	99.901	100.941	100.227	99.789	101.027	103.865	107.927	113.011
Provisión para Impuestos	31.701	17.081	21.823	34.061	28.952	24.821	24.528	19.772	19.636	19.324	15.028	15.494	36.924
Otros Pasivos Estimados	5.255	22.277	22.616	23.180	23.764	24.369	24.998	25.650	26.326	27.028	27.756	28.512	29.296
PATRIMONIO	924.388	843.758	889.134	963.020	1.031.793	1.092.169	1.151.039	1.204.871	1.257.307	1.308.174	1.354.052	1.400.089	1.487.152
Capital Social	791.587	823.008	843.703	889.132	962.950	1.031.657	1.091.964	1.150.768	1.204.536	1.256.901	1.307.672	1.353.455	1.399.408
Utilidades Retenidas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Reservas	63.539	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Superavit	37.839	54	1	71	136	205	271	336	406	502	597	681	771
Dividendos Decretados en Acciones	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Utilidad del Ejercicio	31.421	20.695	45.429	73.817	68.707	60.307	58.804	53.768	52.365	50.771	45.783	45.953	86.972
PASIVO + PATRIMONIO	6.759.157	6.866.600	8.046.803	8.718.891	9.096.834	9.276.684	9.375.617	9.320.033	9.289.203	9.406.453	9.664.600	10.030.617	10.487.538
CUADRE BALANCE	-	0	0	0	-	0	-	-	0	0	0	0	-

ANEXO 2: ESTADO DE RESULTADOS

ESTADO DE RESULTADOS	31-dic-13	31-dic-14	31-dic-15	31-dic-16	31-dic-17	31-dic-18	31-dic-19	31-dic-20	31-dic-21	31-dic-22	31-dic-23	31-dic-24	31-dic-25
INGRESOS OPERACIONALES	536.898	458.976	567.774	670.221	713.634	734.414	741.666	744.772	737.939	740.184	754.718	779.333	820.254
Intereses de Cartera	397.525	396.995	505.488	604.730	645.441	663.714	668.454	669.188	659.919	659.175	670.313	691.600	729.101
Intereses de Inversiones y Otros	33.423	28.695	28.686	28.684	28.692	28.688	28.708	28.692	28.688	28.716	28.693	28.690	28.688
Utilidad en Valoración de Derivados	3.541	1.181	375	455	1.281	2.072	2.880	3.662	4.473	5.477	6.622	7.713	8.757
Ajuste en Cambio por Reexpresión de Activos y Pasivos	68.035	5.763	9.781	12.206	13.341	14.303	15.207	16.009	16.810	17.914	19.309	20.643	22.088
Honorarios y Comisiones	31.530	23.072	20.066	20.664	21.292	21.940	22.607	23.295	24.003	24.734	25.486	26.261	27.060
Otros	2.846	3.270	3.379	3.482	3.588	3.697	3.810	3.925	4.045	4.168	4.295	4.425	4.560
EGRESOS OPERACIONALES	472.921	424.050	499.018	560.833	614.413	647.655	656.623	669.431	664.042	668.109	691.849	715.757	694.171
Intereses	296.893	285.711	365.165	426.681	469.498	501.415	509.251	510.524	503.898	504.888	515.983	535.353	508.338
Ajuste en Cambio	76.554	8.027	10.680	11.434	10.907	10.288	9.567	8.799	7.987	7.130	6.228	5.355	4.721
Provisión Cartera	5.261	6.534	11.622	6.499	3.554	1.766	1.049	386	29	877	2.231	3.336	4.227
Otras Provisiones	2.624	5.551	5.551	5.551	5.551	5.551	5.551	5.551	5.551	5.551	5.551	5.551	5.551
Pérdida en la Valoración de Derivados	1.886	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Comisiones	4.854	1.458	1.491	1.567	1.646	1.729	1.817	1.909	2.005	2.107	2.213	2.325	2.443
Honorarios	5.932	12.311	12.594	13.231	13.901	14.604	15.343	16.119	16.935	17.792	18.692	19.638	20.632
Gastos de Personal	28.003	34.921	35.723	37.531	39.430	41.425	43.521	45.724	48.037	50.468	53.022	55.704	58.523
Otros Gastos Generales	50.914	69.537	56.191	58.340	69.927	70.877	70.523	80.420	79.600	79.297	87.930	88.495	89.736
UTILIDAD OPERACIONAL	63.977	34.925	68.756	109.387	99.221	86.759	85.043	75.341	73.897	72.075	62.868	63.575	126.083
Ingresos No Operacionales	9.181	7.376	7.622	7.854	8.093	8.340	8.593	8.855	9.124	9.401	9.687	9.982	10.286
Egresos No Operacionales	13.540	9.835	10.162	10.472	10.791	11.119	11.457	11.806	12.165	12.535	12.916	13.309	13.714
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	59.619	32.467	66.216	106.769	96.524	83.980	82.179	72.390	70.856	68.942	59.640	60.248	122.654
Impuesto de Renta y Complementarios	28.199	11.772	20.787	32.952	27.816	23.673	23.375	18.622	18.491	18.171	13.856	14.295	35.682
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	31.421	20.695	45.429	73.817	68.707	60.307	58.804	53.768	52.365	50.771	45.783	45.953	86.972
CUADRE BALANCE	0	(0)	(0)	-	-	0	-	-	0	0	(0)	-	-

ANEXO 3: FLUJO DE EFECTIVO

FLUJO DE EFECTIVO	31-dic-14	31-dic-15	31-dic-16	31-dic-17	31-dic-18	31-dic-19	31-dic-20	31-dic-21	31-dic-22	31-dic-23	31-dic-24	31-dic-25
FLUJO DE EFECTIVO GENERADO EN LA OPERACIÓN:												
Ingresos Operacional												
Intereses de Cartera	396.995	505.488	604.730	645.441	663.714	668.454	669.188	659.919	659.175	670.313	691.600	729.101
Interes de Inversiones y Otros	28.695	28.686	28.684	28.692	28.688	28.708	28.692	28.688	28.716	28.693	28.690	28.688
Utilidad en Valoración de Derivados	1.181	375	455	1.281	2.072	2.880	3.662	4.473	5.477	6.622	7.713	8.757
Ajuste en Cambios por Reexpresión de Activos y Pasivos	5.763	9.781	12.206	13.341	14.303	15.207	16.009	16.810	17.914	19.309	20.643	22.088
Honorarios Y Comisiones	23.072	20.066	20.664	21.292	21.940	22.607	23.295	24.003	24.734	25.486	26.261	27.060
Otros	3.270	3.379	3.482	3.588	3.697	3.810	3.925	4.045	4.168	4.295	4.425	4.560
Total Ingresos Operacionales Efectivo	458.976	567.774	670.221	713.634	734.414	741.666	744.772	737.939	740.184	754.718	779.333	820.254
Egresos Operacionales												
Intereses	(285.711)	(365.165)	(426.681)	(469.498)	(501.415)	(509.251)	(510.524)	(503.898)	(504.888)	(515.983)	(535.353)	(508.338)
Ajuste en Cambio	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pérdida en Valoración	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Comisiones	(1.458)	(1.491)	(1.567)	(1.646)	(1.729)	(1.817)	(1.909)	(2.005)	(2.107)	(2.213)	(2.325)	(2.443)
Honorarios	(12.311)	(12.594)	(13.231)	(13.901)	(14.604)	(15.343)	(16.119)	(16.935)	(17.792)	(18.692)	(19.638)	(20.632)
Gastos de Personal	(34.921)	(35.723)	(37.531)	(39.430)	(41.425)	(43.521)	(45.724)	(48.037)	(50.468)	(53.022)	(55.704)	(58.523)
Otros Gastos Generales	(68.764)	(55.282)	(57.291)	(68.734)	(69.537)	(69.111)	(78.923)	(78.012)	(77.613)	(86.149)	(86.731)	(87.943)
Total Egresos Operacionales Efectivo	(403.165)	(470.256)	(536.301)	(593.209)	(628.710)	(639.043)	(653.198)	(648.887)	(652.867)	(676.059)	(699.751)	(677.879)
Desembolsos	(2.508.422)	(2.500.000)	(2.625.000)	(2.764.125)	(2.910.624)	(3.064.887)	(3.334.597)	(3.628.041)	(3.947.309)	(4.294.672)	(4.672.603)	(5.083.792)
Amortización Cartera	2.169.304	1.337.757	1.975.147	2.408.721	2.755.089	2.991.424	3.416.629	3.686.674	3.859.634	4.071.570	4.338.987	4.661.061
Variación Cartera	(339.118)	(1.162.243)	(649.853)	(355.404)	(155.535)	(73.463)	82.033	58.633	(87.675)	(223.102)	(333.617)	(422.731)
(Aumento) / Disminución Derivados	366	106	(139)	(132)	(138)	(132)	(129)	(141)	(192)	(189)	(169)	(181)
(Aumento) / Disminución CxC	8.319	(15.428)	(11.597)	(7.683)	(6.427)	(5.841)	(5.011)	(4.936)	(5.912)	(6.896)	(7.636)	(9.116)
Aumento / (Disminución) Centas por pagar e Impuestos	(14.709)	5.133	12.822	(5.000)	(3.735)	(320)	(4.416)	(125)	(116)	(4.171)	746	21.637
Aumento / (Disminución) Otros Pasivos	3.933	13.327	7.543	4.217	1.961	1.040	(714)	(438)	1.237	2.838	4.062	5.084
Variaciones Operacionales	(341.208)	(1.159.105)	(641.225)	(364.002)	(163.874)	(78.716)	71.763	52.993	(92.658)	(231.520)	(336.613)	(405.307)
= EFECTIVO NETO OPERACIONAL (1)	(285.397)	(1.061.587)	(507.305)	(243.577)	(58.169)	23.907	163.336	142.045	(5.341)	(152.861)	(257.031)	(262.933)
FLUJO DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN:												
Mantenimiento y Expansión de Activos Fijos	(1.012)	(1,029)	(1,059)	(1,091)	(1,124)	(1,158)	(1,192)	(1,228)	(1,265)	(1,303)	(1,342)	(1,382)
Venta de Activos Fijos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
= EFECTIVO NETO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN (2)	(1,012)	(1,029)	(1,059)	(1,091)	(1,124)	(1,158)	(1,192)	(1,228)	(1,265)	(1,303)	(1,342)	(1,382)
OTROS FLUJOS DE EFECTIVO												
(Aumento) / disminución de Otros Activos	(5.840)	(7.311)	(7.543)	(7.755)	(7.975)	(8.202)	(8.435)	(8.677)	(8.928)	(9.185)	(9.451)	(9.724)
Aumento / (disminución) de Otros Pasivos	17.022	339	563	584	606	628	652	676	702	728	756	784
Otros Ingresos / (egresos) neto	(2.458)	(2.540)	(2.618)	(2.698)	(2.780)	(2.864)	(2.951)	(3.041)	(3.133)	(3.229)	(3.327)	(3.428)
= EFECTIVO NETO EN OTROS (3)	8.724	(9.512)	(9.598)	(9.869)	(10.148)	(10.438)	(10.735)	(11.042)	(11.359)	(11.686)	(12.022)	(12.368)
FLUJO DISPONIBLE PARA SERVICIO DE DEUDA (1) + (2) + (3) = (4)	(277.686)	(1.072.127)	(517.962)	(254.537)	(69.442)	12.312	151.409	129.775	(17.965)	(165.850)	(270.395)	(276.683)
FLUJO DE EFECTIVO POR AUMENTO/(DISMINUCION) DE DEUDA												
(-) Amortización de Obligaciones Financieras	(41.392)	(18.325)	(28.391)	(34.823)	(40.627)	(40.867)	(41.859)	(42.875)	(43.915)	(44.981)	(33.141)	(31.269)
(+) Desembolso de Obligaciones Financieras	29.018	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(+) Emisión Depósitos y Exigibilidades	2.441.613	2.644.817	2.189.357	3.924.517	3.214.651	2.448.132	3.978.899	3.149.430	2.597.636	4.166.729	3.595.927	3.033.460
(-) Vencimiento Depósitos y Exigibilidades	(2.257.413)	(1.530.654)	(1.599.891)	(3.595.241)	(3.065.446)	(2.378.864)	(4.050.738)	(3.197.845)	(2.496.958)	(3.916.746)	(3.255.979)	(2.614.334)
(+) Emisión Bonos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Vencimiento Bonos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Variación de Intereses por Pagar	2.632	9.510	4.765	4.010	1.778	746	(38)	(76)	667	1.643	2.255	(50.224)
Aumento / (disminución) por actividades de financiación	174.458	1.105.348	565.840	298.463	110.356	29.146	(113.736)	(91.366)	57.430	206.646	309.061	337.633
PAGO DE IMPUESTOS	(11.772)	(20.787)	(32.952)	(27.816)	(23.673)	(23.375)	(18.622)	(18.491)	(18.171)	(13.856)	(14.295)	(35.682)
MOVIMIENTOS EN PATRIMONIO	(101.325)	(53)	69	66	69	66	64	70	96	95	84	90
= FLUJO DE EFECTIVO (6) + (7) + (10) + (11)	(216.324)	12.382	14.994	16.176	17.310	18.149	19.115	19.989	21.389	27.034	24.455	25.358
SALDO INICIAL DE DISPONIBLE	474.083	250.217	250.201	250.259	250.200	250.229	250.174	250.177	250.141	250.162	250.140	250.163
SALDO FINAL DE DISPONIBLE + INV. TEMPORALES	267.759	262.599	265.196	266.435	267.510	268.378	270.289	271.530	277.196	274.596	275.521	275.521
(AUMENTO) / DISMINUCIÓN EN DISPONIBLE	(216.324)	12.382	14.994	16.176	17.310	18.149	19.115	19.989	21.389	27.034	24.455	25.358