FONDO FINANCIERO DE PROYECTOS DE DESARROLLO

- FONADE -

CONTRATO DE SERVICIOS DE CONSULTORÍA

DESARROLLAR LA CONSULTORÍA PARA LA GENERACIÓN DE UN CONCEPTO TÉCNICO INDEPENDIENTE "FAIRNESS OPINION" DEL VALOR DE LA COMPAÑÍA DE SERVICIOS POSTALES NACIONALES S.A. REALIZADA POR CONSULTORÍAS, INVERSIONES Y PROYECTOS LTDA.

INFORME No. 3

Octubre 31 de 2016

NOTA IMPORTANTE

Valfinanzas en desarrollo de la emisión de un concepto técnico e independiente sobre la valoración de Servicios Postales Nacionales S.A. ha preparado este Informe No. 3, que describe las actividades adelantadas y presenta los resultados del trabajo realizado.

Este Informe No. 3 fue realizado con base en el entendimiento que Valfinanzas tiene del proceso de valoración de Servicios Postales Nacionales S.A., la información que le fue suministrada por Consultorías, Inversiones y Proyectos Ltda. y la buena fe con la que desarrolla la asesoría para la que fue contratada.

El análisis y conclusiones de Valfinanzas no corresponden a una recomendación de venta o compra de la participación accionaria de la Nación en el patrimonio de Servicios Postales Nacionales S.A.

El desarrollo del objeto de la asesoría no incluye la realización de una nueva valoración de Servicios Postales Nacionales S.A., como tampoco el complemento o ajustes del ejercicio realizado por Consultorías, Inversiones y Proyectos Ltda. Su alcance se restringe a la emisión de un concepto técnico independiente sobre ésta.

Este Informe No. 3 se desarrolló con base en la información disponible al momento de su emisión y, en particular, tomó como punto de referencia Los Informes de Valoración desarrollados por Consultorías, Inversiones y Proyectos Ltda y compartidos a Valfinanzas a través de FONADE, los cuales se anexan a este informe. Por lo tanto, el concepto técnico e independiente de Valfinanzas plasmado en este informe se circunscribe a la versión del documento de Consultorías, Inversiones y Proyectos Ltda. sobre la cual se realizó el análisis; por lo cual, dicho concepto no debe hacerse extensivo a otras versiones que sean modificadas sin que los cambios hayan sido revisados y analizados por Valfinanzas.

La asesoría no contempló una debida diligencia de la empresa o el mercado en ningún aspecto.

Tabla de Contenido

1. Introducción 4
1.1. Antecedentes 4
1.2. Objetivo 5
2. Relación Actividades Desarrolladas 6
3. Enfoque y Desarrollo Metodológico 14
3.1. Metodología de valoración 16
3.2. Herramienta de simulación 17
3.2.1. Formulación 17
3.3. Parámetros y supuestos incluidos 29
3.3.1. Soporte de fuentes 30
3.3.2. Forma 39
3.3.3. Diferencia Conceptual 40
4. Análisis Rango de Valor 49
5. Conclusiones 53
6. Anexos 54

1. Introducción

1.1. Antecedentes

El 4 de noviembre de 2011 el Ministerio de Tecnologías de la Información y las Comunicaciones (en adelante "MINTIC"), el Departamento Nacional de Planeación, Servicios Postales Nacionales S.A. (en adelante "SPN") y FONADE suscribieron el Contrato Interadministrativo de Gestión de Proyectos No. 211031 (en adelante el "Contrato Interadministrativo"), por medio del cual se ejecuta la gestión del proyecto de búsqueda de una solución empresarial para Servicios Postales Nacionales S.A. que genere valor a sus accionistas y, así mismo, asegure la prestación eficiente de un Servicio Postal Universal (SPU) relevante, responsabilidad hoy de la Nación.

En el marco del Contrato Interadministrativo, FONADE suscribió con la Unión Temporal Banca de Inversión – Servicios Postales Nacionales S.A. el contrato de consultoría No. 2121293 de 2012 cuyo objeto fue *"adelantar el proceso de búsqueda de solución empresarial para Servicios Postales Nacionales S.A. – SPN (472) y el aseguramiento de la prestación de los servicios postales universales (SPU) a cargo de la Nación"*.

Posteriormente, se hizo necesaria la actualización de los informes entregados por Unión Temporal Banca de Inversión – Servicios Postales Nacionales S.A., de tal manera que se ajustaran a la normatividad vigente, actualidad de la empresa y condiciones socioeconómicas y de entorno actuales.

Para tal fin, FONADE suscribió con Consultorías, Inversiones y Proyectos LTDA. – CIP el 19 de enero de 2016 el Contrato de Consultoría No. 2160363 cuyo objeto es: *"actualizar: (i) el contexto de Servicios Postales Nacionales S.A., (ii) las debidas diligencias, (iii) la valoración de la concesión; también valorar la empresa y revisar las alternativas de solución empresarial para posteriormente implementar la que genere mayor valor para sus accionistas y así mismo, asegure la prestación eficiente de un Servicio Postal Universal (SPU) relevante, responsabilidad hoy de la Nación"*.

De manera complementaria a las contrataciones mencionadas, el Comité Técnico del Contrato Interadministrativo le solicitó a FONADE la contratación de una empresa de consultoría para que llevara a cabo el *fairness opinion* de la valoración de SPN. Es así como se contrató a Valfinanzas el día 31 de mayo de 2013 mediante el Contrato de Consultoría No. 2131725. El 12 de mayo de 2014 se firmó el Acta de Inicio y mediante el Acta de Suspensión No. 1 fechada el 29 de mayo de 2014, se suspendió el contrato toda vez que a la fecha no se contaba con el modelo financiero definitivo y la valoración de SPN, insumos requeridos para la ejecución de las actividades del *fairness opinion.* Posteriormente, mediante la Prórroga No. 1de fecha 18 de julio de 2016, se reinició el contrato, el cual fue

prorrogado nuevamente mediante los documentos de prórroga No. 2 y No. 3 de fecha 16 de septiembre y 3 de octubre de 2016, respectivamente.

1.2. Objetivo

El Contrato de Consultoría No. 2131725 firmado entre FONADE y Valfinanzas (en adelante, "El Contrato") tiene por objeto *"la realización del 'FAIRNESS OPINION' del valor de la Compañía de Servicios Postales Nacionales SA., de acuerdo con la descripción, especificaciones y demás condiciones establecidas en las reglas de participación del Proceso OFERTA CERRADA OCC 011 – 2013, las adendas que se señalan a continuación: 1) Adenda No. 01 del 23 de abril de 2013, 2) Adenda No. 02 del 26 de abril de 2013, 3) Adenda No. 03 del 03 de mayo de 2013, 4) Adenda No. 04 del 08 de mayo de 2013".*

En desarrollo de la consultoría, Valfinanzas preparó este Informe No. 3 (en adelante el "Documento"), cumpliendo con lo establecido en El Contrato.

En línea con lo anterior, El Documento consiste en un informe final mediante el cual se recopilan las actividades desarrolladas y los resultados del trabajo de Valfinanzas en relación con la revisión y análisis de la valoración de SPN realizada por la firma CIP. Para una mejor comprensión del mismo, éste ha sido estructurado en seis partes, las cinco primeras corresponden a capítulos y la sexta a anexos.

El primer desarrolla la introducción del Documento, en donde se plasman antecedentes contractuales y el objetivo de del acompañamiento realizado por Valfinanzas. Por su parte, el segundo contiene una relación de las actividades desarrolladas durante la consultoría.

Luego, el tercer capítulo expone el enfoque y desarrollo metodológico correspondiente a la producción del concepto técnico independiente, mientras que el cuarto plasma la evaluación del rango de valor de SPN recomendado por CIP.

Por su parte, el quinto capítulo plantea las conclusiones de Valfinanzas respecto al *trabajo de* valoración de SPN que fue puesto a su consideración.

Por último, se desarrollan los Anexos, los cuales incluyen de manera ordenada los documentos que soportan la gestión realizada por Valfinanzas.

2. Relación Actividades Desarrolladas

Con el objetivo de producir un concepto técnico independiente sobre la razonabilidad del valor recomendado por CIP, Valfinanzas focalizó su atención en la evaluación de tres elementos fundamentales: i) la metodología de valoración, ii) la herramienta de simulación estructurada y iii) los parámetros y supuestos incluidos para simular el comportamiento futuro del negocio.

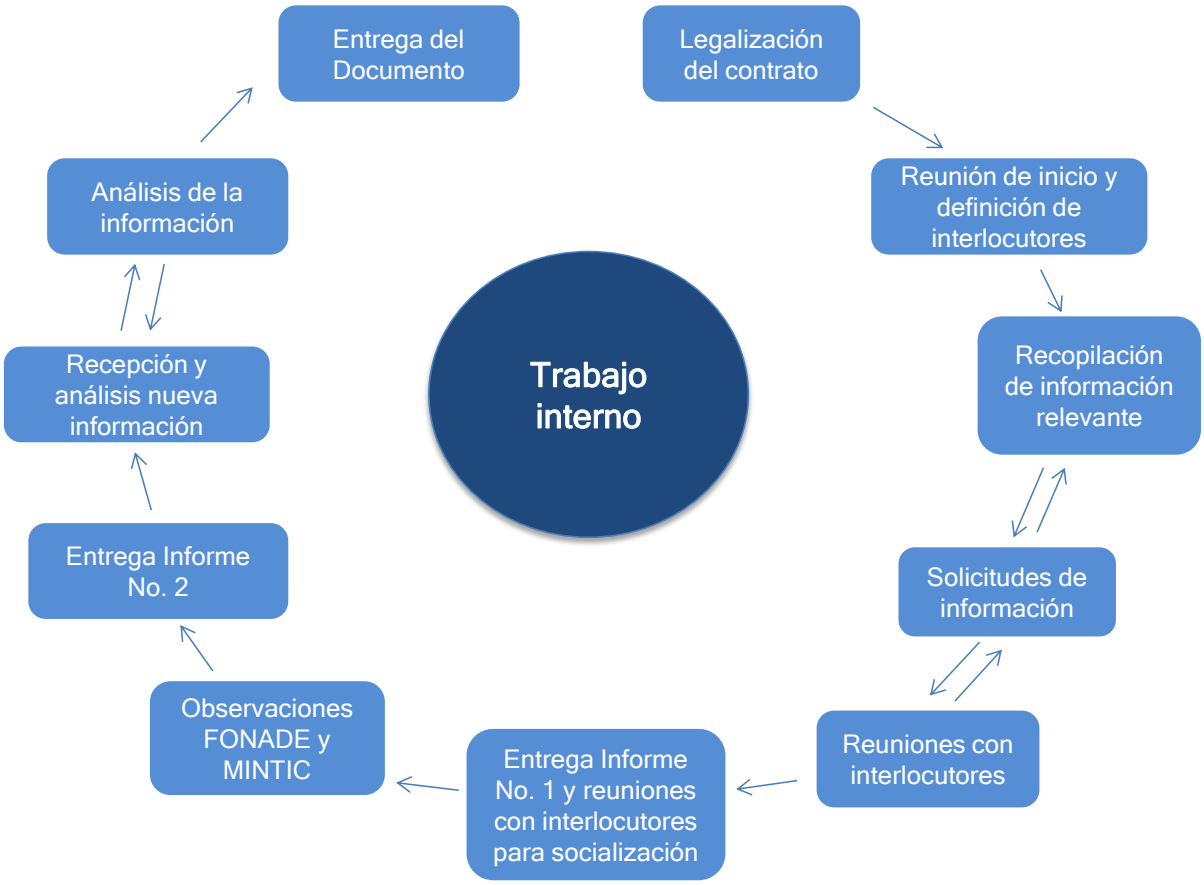
Para esto, la consultoría contempló el desarrollo secuencial de actividades con unos tiempos definidos contractualmente, tal como se muestra en el siguiente diagrama:

Ilustración 1: Etapas de la consultoría

Fuente: Valfinanzas.

Con relación a las actividades de la consultoría, la metodología utilizada por Valfinanzas se basó en la recopilación de información a través de un proceso de interlocución permanente con FONADE y la búsqueda de información pública disponible. Lo anterior permitió comprender y analizar el ejercicio de valoración de SPN realizado por CIP. El siguiente diagrama expone de manera general el esquema de interacción implementado para el desarrollo de las actividades contenidas en el Documento.

Ilustración 2: Esquema de interacción



Fuente: Valfinanzas.

Con el objetivo de generar un entendimiento colectivo sobre la metodología implementada por Valfinanzas, a continuación se describen las principales actividades realizadas y señaladas en el esquema anterior.

Legalización del Contrato

Valfinanzas, al igual que otras bancas de inversión y firmas de consultoría, tuvo oportunidad de presentar propuesta para acompañar a FONADE en el desarrollo del *fairness opinion* de la valoración de SPN. De esta forma, el 10 de mayo de 2013 Valfinanzas presentó su propuesta conforme con los plazos establecidos en las reglas de participación del proceso.

Una vez se dio el cierre del proceso de selección, el 17 de mayo de 2013 FONADE le dirigió una comunicación a Valfinanzas donde se le informaba la aceptación de la propuesta presentada. De esta manera, el 31 de mayo de 2013 se legalizó el Contrato y el pasado 18 de julio de 2016 se firmó el acta de inicio.

Reunión de Inicio y definición de interlocutores

El pasado 18 de julio de 2016 se llevó a cabo en CIP una reunión con el fin de dar reanudar la consultoría, conocer los miembros que componen los equipos de FONADE, CIP y Valfinanzas, y definir el canal de comunicación formal entre ellos.

Particularmente, se realizó una socialización de la metodología de trabajo para la realización del *fairness opinion,* describiendo el alcance, el cronograma y la información requerida. Así mismo, se definió a FONADE como el canal formal de comunicación entre CIP y Valfinanzas. El acta de esta reunión se encuentra en el Anexo No. 1 del presente Documento. Por su parte, la presentación realizada por Valfinanzas se encuentra en el Anexo No. 2.

Recopilación de Información Inicial

Entre las primeras actividades adelantadas por Valfinanzas se destaca la recopilación de información inicial relevante para el desarrollo de la consultoría. Esta información fue puesta a consideración por medio de FONADE el día 18 de julio de 2016. A continuación se enumera la principal documentación revisada:

1. Modelo de valoración desarrollado por CIP (archivo denominado “Modelo SPN”).
2. Informes desarrollados en el maco de la consultoría desarrollada por CIP:
    a. Informe 2: Actualización del contexto general y la visión de largo plazo de SPN (archivo denominado “SEGUNDO INFORME V5”).
    b. Informe 3: Actualización debidas diligencias (archivo denominado “TERCER INFORME V3”).
    c. Informe 4: Valoración de la concesión (archivo denominado “CUARTO INFORME V3”).
    d. Informe 5: Valoración de SPN (archivo denominado “QUINTO INFORME V3”). Este informe se incluye en el Anexo No. 3 del presente Documento.
3. Estados financieros de SPN auditados por la revisoría fiscal para los años 2011-2015.

Solicitudes de información y reuniones con FONADE y CIP

Durante el desarrollo de la primera etapa de la consultoría y con posterioridad a la reunión de inicio, se llevaron a cabo dos sesiones de trabajo adicionales con FONADE y CIP los días 25 de julio y 1 de agosto de 2016. En éstas se discutieron inquietudes y preguntas enviadas por Valfinanzas con antelación a cada reunión, las cuales surgieron de la revisión y estudio de la documentación recibida el 18 de julio de 2016.

Así, en la reunión del 25 de julio se discutieron las primeras inquietudes que fueron enviadas por Valfinanzas el día 22 de julio de 2016. Éstas buscaron lograr un mayor entendimiento respecto a los parámetros, supuestos y metodologías de formulación implementadas en la valoración realizada por CIP. Como resultado de la sesión de trabajo, se hizo evidente la necesidad de contar con información adicional que había sido utilizada en la valoración de CIP, como es el caso de: i) el archivo de ingresos por segmento, ii) la matriz de transformación construida por CIP para clasificar los ingresos asociados a la concesión, iii) el manual con la metodología para el cálculo del déficit del Servicio Postal Universal (en adelante "SPU"), iv) el ejercicio del déficit entregado por SPN a MINTIC, v) la evolución de las tarifas de 4-72, vi) el documento de participaciones de mercado de 4-72, vii) una factura de venta por servicios prestados al Consejo Superior de la Judicatura, viii) el listado de activos inmobiliarios propios con el metraje, ubicación y valor comercial, ix) el documento con la planeación estratégica de 4-72, y x) el listado de empresas que conforman el beta utilizado en la valoración. El acta de esta reunión se encuentra en el Anexo No. 4 del presente Documento.

Por otra parte, en la reunión del 1 de agosto de 2016 se discutieron las inquietudes adicionales de Valfinanzas que fueron enviadas a FONADE el día 28 de julio de 2016. El objetivo de esta reunión fue similar al de la reunión del 25 de julio, pues se buscó profundizar en el entendimiento de la valoración realizada por CIP de tal forma que se contaran con los elementos de análisis suficientes para posteriormente formular las apreciaciones respectivas. En esta reunión se mencionó la siguiente documentación adicional que luego fue solicitada a FONADE y CIP: i) memoria de cálculo de ingresos, ii) cuadro de depuración de costos, iii) documento fuente para la estimación de costos de franquicia a partir de parámetros de industria, iv) conciliación entre renta contable y fiscal, v) cuadro con el detalle de vida útil, valor por depreciar y años por depreciar por tipo de activo, tanto para activos fijos existentes como para el CAPEX, vi) documento utilizado por CIP para la estimación del Presupuesto General de la Nación, vii) listado de empresas utilizado para estimación de estructura de capital de la industria, viii) documento de Damodaran alusivo a la prima de liquidez, ix) documento de Damodaran relacionado con el periodo de evaluación para estimar la tasa libre de riesgo, x) ejecución presupuestal 2016 de 4-72, y xi) archivo de Excel con proyección de supuestos macro del Marco Fiscal de Mediano Plazo. El acta de esta reunión se encuentra en el Anexo No. 5 del presente Documento.

Recepción y análisis de Información

Valfinanzas junto con su equipo de expertos y analistas procesó la información recolectada en desarrollo de la primera etapa de la consultoría. Lo anterior con el objetivo de avanzar en el planteamiento de las apreciaciones respecto a la valoración de SPN consignadas en el Informe No. 1.

Reuniones para exponer entendimiento e Informe No. 1

Después de avanzar con el análisis de la información y la revisión de la valoración de SPN realizada por CIP, durante el desarrollo de la primera etapa se realizaron cuatro sesiones de trabajo adicionales con FONADE y CIP los días 10, 11, 12 y 18 de agosto de 2016. En éstas Valfinanzas expuso su entendimiento de los principales supuestos y parámetros de proyección utilizados por CIP, para confirmar que fuese correcto, y las apreciaciones u observaciones compartidas en el Informe No. 1. Las actas de estas reuniones se encuentran en los Anexos No. 6, 7, 8 y 9 del presente Documento.

En las reuniones del 10 y 11 de agosto se expusieron las categorías de apreciaciones compartidas en el Informe No. 1, así como la proporción de cada tipo dentro del total de observaciones. De esta forma se facilitó la explicación de las apreciaciones relacionadas con: i) horizonte de proyección y periodicidad, ii) parámetros y supuestos macroeconómicos, iii) formulación y parámetros del Balance General, iv) formulación y parámetros de la tasa de descuento, y vi) formulación y parámetros de la valoración.

Así mismo, dada la extensión y el detalle requeridos, se propuso compartir el entendimiento de la aproximación de CIP y las apreciaciones de Valfinanzas en dos reuniones distintas con relación a: i) la formulación y parámetros de ingresos y ii) la formulación y parámetros de costos y gastos. Estas sesiones fueron realizadas el 18 y 12 de agosto, respectivamente, y permitieron confirmar el entendimiento o identificar otros elementos no vislumbrados previamente que ajustaron o adicionaron las apreciaciones compartidas en el Informe No. 1.

Recepción de Observaciones de FONADE y MINTIC

El 23 de agosto de 2016 se recibieron las observaciones de FONADE al Informe No. 1, las cuales fueron incorporadas en el Informe No. 2. Así mismo, se conoció que no había observaciones adicionales por parte de MINTIC.

Entrega Informe No. 2

El 30 de agosto de 2016 Valfinanzas radicó el Informe No. 2 de la consultoría, presentando sus apreciaciones y observaciones sobre los componentes del modelo de simulación desarrollado por CIP y las metodologías utilizadas por esta firma para aproximarse al valor de SPN. Así mismo, en el informe se identificaron las deficiencias y faltantes que podría presentar el ejercicio desarrollado por CIP, según el criterio de Valfinanzas.

Recepción y análisis de nueva información

Segunda revisión de los documentos desarrollados por CIP para la valoración de SPN:

Posteriormente y en atención a las observaciones y apreciaciones contenidas en el Informe No. 2 del *fairness opinion*, FONADE le compartió a Valfinanzas el informe final de valoración y las respuestas de CIP a las apreciaciones.

De esta forma, Valfinanzas revisó y analizó la información recibida y le envío a FONADE el 16 de septiembre de 2016 una matriz de apreciaciones y hallazgos sobre las modificaciones realizadas por CIP al ejercicio de valoración y el informe que lo soporta.

Con base en lo anterior, se coordinó una reunión entre FONADE, CIP y Valfinanzas el 22 de septiembre de 2016 para trabajar dos aspectos principales: i) confirmar que el entendimiento de Valfinanzas era correcto con relación a los elementos que no fueron identificados en las modificaciones realizadas por CIP; y ii) conocer las razones por las cuales no se incorporaron algunas apreciaciones o se tuvieron en cuenta parcialmente.

Así, en la mencionada reunión se revisaron 115 apreciaciones de Valfinanzas, las cuales estaban distribuidas de la siguiente manera:

- 32 que fueron incorporadas por CIP a la versión final del modelo financiero e informe de valoración,
- 19 que fueron consideradas parcialmente por CIP,
- 60 que no fueron identificadas dentro de la versión final del modelo financiero e informe de valoración, 13 de ellas, según manifestó CIP por no contar con la información que permitiese profundizar los análisis, 26 para soportar la fuente de la información o los métodos utilizados y 44 que debían ser incorporadas a los informes y modelo de valoración.
- 4 apreciaciones nuevas que surgieron a partir de la revisión de las versiones ajustadas del modelo financiero e informe de valoración.

Con base en la revisión de las apreciaciones, FONADE solicitó a CIP ajustar el modelo financiero y el informe de valoración, de tal forma que recogiera y/o respondiera las sugerencias y observaciones de Valfinanzas.

En la medida en que la fecha de entrega del Informe No. 3 del *fairness opinion* estaba definida contractualmente para el 3 de octubre de 2016, se revisó el plan de trabajo con las actividades y los tiempos. A partir de allí, se identificaron dos alternativas:

a. Desarrollar el Informe No. 3 del *fairness opinion* con la información disponible hasta la reunión del 22 de septiembre, para lo cual Valfinanzas tendría el tiempo y los insumos requeridos para producir el informe.
b. Generar una dinámica de trabajo en la cual CIP ajustaría el modelo financiero e informe de valoración con base en las apreciaciones compartidas por Valfinanzas, produciendo de esta forma una nueva versión definitiva de la valoración. Contándose con la nueva versión definitiva, Valfinanzas revisaría y analizaría la información, y produciría el Informe No. 3 del *fairness opinion*.

Con base en lo anterior, FONADE solicitó avanzar con la alternativa dos para lo cual fue necesario prorrogar El Contrato para el desarrollo del *fairness opinion*, de tal forma que recogiera el plan de trabajo que implicaba esta alternativa. En consecuencia, el 3 de octubre se prorrogó El Contrato hasta el 31 de octubre de 2016. El acta de esta reunión se encuentra en el Anexo No. 10 del presente Documento.

Tercera revisión de los documentos finales desarrollados por CIP para la valoración de SPN:

De manera consecuente con lo acordado en la reunión del 22 de septiembre, CIP realizó los ajustes que consideró pertinentes y se llevó a cabo una nueva reunión el 3 de octubre de 2016 en la cual socializó con Valfinanzas las respuestas a las apreciaciones contenidas en el Informe No. 2. En dicha reunión se presentó la manera como se abordaron las apreciaciones y la forma como fueron clasificadas. En ese sentido, se indicó que las 115 apreciaciones fueron ordenadas en un plan de trabajo y resueltas en tres sesiones de trabajo. Por lo anterior, la información que sería entregada a Valfinanzas al finalizar la reunión estaría ordenada y clasificada de la misma manera.

En desarrollo de la reunión CIP explicó conceptualmente la manera como respondieron a algunas inquietudes del módulo de ingresos. En función de esto, durante la reunión se identificaron algunos puntos que podrían documentarse con mayor profundidad por CIP en el informe de valoración. En consecuencia, se indicó que el informe que sería entregado con posterioridad a la reunión no recogería los ajustes mencionados toda vez que CIP trabajaría en ellos el día siguiente para tener una nueva versión definitiva del informe.

Finalmente, se acordó al concluir la reunión que Valfinanzas recibiría la información de la valoración desarrollada por CIP y las respuestas a las apreciaciones, con lo cual haría su propio análisis y en caso de surgir inquietudes se programaría una nueva sesión de trabajo entre CIP, FONADE y Valfinanzas. El acta de esta reunión se encuentra en el Anexo No. 11 del presente Documento.

Así, Valfinanzas recibió el 3 de octubre los documentos expuestos por CIP durante la reunión y el 14 de octubre recibió las nuevas versiones definitivas de la valoración de SPN.

Cuarta revisión de los documentos finales desarrollados por CIP para la valoración de SPN:

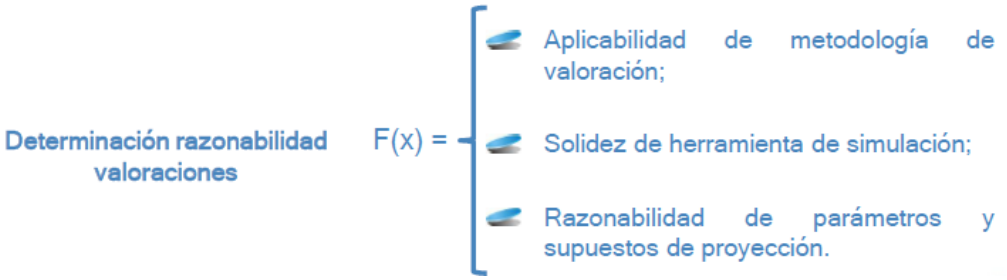
Con base en i) el documento de respuestas de CIP a las apreciaciones compartidas por Valfinanzas en la reunión del 22 de septiembre y el informe de valoración, los cuales fueron suministrados a Valfinanzas el 3 de octubre de 2016, y ii) la versión final del informe entregada a Valfinanzas el 14 de octubre de 2016, Valfinanzas revisó y analizó nuevamente la información. Dicho análisis arrojó 24 inquietudes, distribuidas en los siguientes módulos: 11 en Ingresos, 11 en Costos y 2 en Valoración.

Mediante la exposición de las inquietudes en la reunión del 24 de octubre de 2016 entre CIP, FONADE y Valfinanzas, se aclararon algunos puntos y se evidenció la persistencia de debilidades en la herramienta de simulación, tales como: dificultad en la trazabilidad de la matriz intermedia de asignación utilizada para determinar el costo de Logística o la formulación con un año de rezago del impuesto de sobretasa de CREE, entre otras, las cuales serán profundizadas en el Capítulo 3 del presente Documento. El acta de esta reunión se encuentra en el Anexo No. 12 del presente Documento.

3. Enfoque y Desarrollo Metodológico

Como se mencionó en el capítulo anterior, con el objetivo de producir un concepto técnico independiente sobre la razonabilidad del valor recomendado por CIP, Valfinanzas focalizó su atención en la evaluación de tres elementos fundamentales: i) la metodología de valoración, ii) la herramienta de simulación estructurada y iii) los parámetros y supuestos incluidos para simular el comportamiento futuro del negocio. Esquemáticamente, el trabajo realizado tuvo el siguiente enfoque metodológico:

Ilustración 3: Enfoque metodológico



Así, con base en la información recopilada, estudiada y analizada en desarrollo de la consultoría, Valfinanzas evaluó los componentes del modelo de simulación desarrollado por CIP y las metodologías utilizadas por esta firma para aproximarse al valor de SPN. De esta forma, Valfinanzas identificó los elementos que encontró razonables en el ejercicio de valoración de SPN y resaltó las deficiencias y faltantes que éste presenta, según el criterio de Valfinanzas.

Puntualmente, el análisis de Valfinanzas incluyó la revisión de los principales supuestos, las proyecciones de las diferentes cuentas de los estados financieros de SPN, la tasa de descuento, la metodología de valoración implementada, las fuentes consultadas y, en general, de la valoración de la empresa.

Para esto, desde el comienzo de la consultoría se estructuraron y desarrollaron unas matrices ordenadas por módulos mediante las cuales se abordaron de manera transversal los puntos de la revisión mencionados anteriormente. Estos módulos son: i) horizonte de proyección y periodicidad, ii) parámetros y supuestos macroeconómicos, iii) formulación y parámetros de ingresos, iv) formulación y parámetros de costos y gastos, v) formulación y parámetros del Balance General, vi) formulación y parámetros de la tasa de descuento, y vii) formulación y parámetros de la valoración. Estas matrices se incluyen en archivo Excel en el Anexo No. 13 del presente Documento.

Allí se identifica la trazabilidad de las apreciaciones y hallazgos de Valfinanzas a lo largo de las revisiones de los documentos de valoración, así como las respuestas de CIP a cada apreciación.

Para facilitar el análisis y entendimiento, Valfinanzas clasificó las apreciaciones en cuatro categorías según su naturaleza, así:

1. Soporte de fuentes: se refiere a aquellos parámetros, supuestos, cálculos y/o aproximaciones de la valoración utilizados en la valoración que deben documentarse y soportarse de manera robusta, de tal forma que su trazabilidad pueda ser confirmada por cualquier tercero que estudie la valoración.

2. Forma: se refiere a aquellos aspectos cuyo impacto en la valoración puede ser no material, pero que al ajustarse permiten guardar precisión y orden de la herramienta de simulación.

3. Diferencia conceptual: se refiere a aquellos aspectos que podrían definirse y/o abordarse de una manera diferente. Lo anterior, teniendo presente que en valoraciones de empresas es posible que existan entendimientos, criterios y aproximaciones diferentes entre valoradores, pues la valoración no es una ciencia exacta en la medida en que toma como base una proyección futura de variables inciertas en donde la independencia de criterio juega un papel fundamental.

4. Formulación: se refiere a las inconsistencias en la modelación de la herramienta de simulación asociadas a imprecisiones de formulación. Esto ocurre cuando el desarrollo cuantitativo no es representativo del evento que se busca representar.

Si bien en el Anexo No. 13 del presente Documento se encuentran detalladas las 124 apreciaciones de Valfinanzas compartidas a lo largo de la consultoría, en este capítulo se sintetizan los elementos evaluados, resaltando: i) aquéllos que Valfinanzas encontró razonables en el ejercicio de valoración de SPN y ii) las deficiencias y faltantes que en criterio de Valfinanzas no fueron resueltos y ajustados en la última versión de los documentos de la valoración.

3.1. Metodología de valoración

Valfinanzas encontró razonable la metodología de valoración utilizada por CIP, en la medida en que:

- Determina el valor del patrimonio de SPN a través del descuento del Flujo de Caja Libre de la Firma restando: i) el saldo de la deuda y ii) el valor neto de las contingencias, y sumando: i) el saldo en caja disponible y ii) el valor de mercado de inversiones en activos no operativos.

- Utiliza como tasa de descuento el costo promedio ponderado del capital (WACC) teniendo en cuenta el costo del Equity (Ke), el de la Deuda (Kd) y una estructura de capital y financiación que varía en el tiempo, lo cual se incorpora mediante el concepto de "rolling WACC".

- El horizonte de proyección de los Flujos de Caja Libre es consecuente con la naturaleza del negocio.

- Simula la operación de los negocios OPO y NO OPO de manera independiente, eliminando el OPO con la finalización del Contrato de la Concesión.

- Se utilizan simultáneamente diferentes metodologías para estimar y validar el rango de valor resultante. De manera complementaria a la valoración por Flujos de Caja Libre de la Firma, se aplicó la metodología de múltiplos de mercado y transacciones comparables, la cual permite recoger información respecto a la percepción de valor que tiene el mercado sobre el sector. Adicionalmente, la estimación del valor contempló la comparación del valor del activo en marcha vs. su valor de liquidación mediante la estimación del Patrimonio Ajustado.

- Se establece un rango de valoración a partir de la construcción de múltiples escenarios con base en las sensibilidades a variables clave del negocio.

3.2. Herramienta de simulación

Con base en el estudio y análisis de la herramienta de simulación operativa y financiera desarrollada por CIP para la valoración de SPN, Valfinanzas encontró razonables los siguientes aspectos:

- La herramienta proyecta la evolución anual del negocio hasta el año 2024, momento para el cual se espera obtener un flujo de caja estable y sostenible.
- El modelo contempla la generación de un componente adicional de valor en función de la operación a perpetuidad más allá del año 2024.
- La herramienta busca recoger los principios contables y tributarios a los cuales está sometida SPN.
- El modelo contempla la evolución futura de la mayoría de los conceptos incluidos en los estados financieros históricos auditados de SPN.
- La herramienta permite la simulación de múltiples escenarios de operación futura de la compañía y su valoración.
- El modelo representa la estrategia de división del negocio operativo e inmobiliario, mediante la simulación de la enajenación del activo que en criterio del valorador permite optimizar el valor de mercado de la compañía.

No obstante lo anterior, en la última versión de la herramienta de valoración, Valfinanzas identificó que persisten debilidades, las cuales se detallan a continuación.

3.2.1. Formulación

A. Macro

- CREE + Sobretasa CREE

En los Informes 1 y 2 de Valfinanzas, así como en la matriz de apreciaciones posterior remitida a FONADE el 23 de septiembre, se sugirió aplicar la deducción de $800 millones a la base gravable para la liquidación de la Sobretasa del CREE para aplicar de forma taxativa la normatividad tributaria vigente.

En la versión final de la Herramienta de Simulación se incorporó esta deducción a partir de la resta de a) la aplicación de la tasa agregada de CREE y Sobretasa de CREE de cada año sobre la base gravable[1]/ de dicho año, menos b) la tarifa de Sobretasa de CREE del año anterior sobre los $800 millones exentos de este impuesto. Como se observa, el segundo componente de la resta aplica la tarifa de la Sobretasa de CREE rezagada un año, situación que puede subestimar el cálculo de los impuestos como consecuencia la naturaleza creciente de la tarifa hasta 2018 y su desaparición en 2019. Por ejemplo, en el año 2019 la tarifa de Sobretasa de CREE es 0% pero sí se aplica la resta del 9% de los $800 millones.

Por lo anterior, este elemento debería ajustarse de manera que la formulación refleje el detalle de la realidad tributaria vigente al momento de realización del ejercicio de valoración.

B. Ingresos

- Valores proyectados para 2016 – segundo semestre

En las 3 oportunidades previas donde Valfinanzas compartió apreciaciones sobre la valoración de SPN, se sugirió incorporar la ejecución a junio de 2016 y la estacionalidad semestral de los ingresos con el ánimo de recoger posibles impactos sobre el valor como resultado de realizar la valoración al 30 de junio de 2016, de manera que sólo incluye el Flujo de Caja Libre de la Firma (FCLF) generado en el segundo semestre de ese año.

No obstante lo anterior, para calcular los ingresos del segundo semestre de 2016 la Herramienta de Simulación: i) proyecta el ingreso anual de cada línea de servicio para el 2016; ii) encuentra el ingreso mensual dividiendo por 12 el valor anual; y iii) suma el ingreso asociado al segundo semestre de 2016, julio a diciembre.

Además, en la versión final del Quinto Informe se presenta la proporción de los ingresos observados a junio de 2016 del total anual proyectado en la Herramienta de Simulación y, a partir de lo anterior, se menciona que con excepción de 3 líneas de servicio, los otros ingresos tenían un "*adecuado ajuste medido como una baja dispersión entre las cifras*". Así, conserva el análisis sin estacionalidad para las líneas de servicio Casillero Virtual, Gastos Terminales y Gestión Documental, explicado en que solo hay información para una serie corta con alta dispersión por varios motivos, sin precisar la longitud de tiempo[2]/. Además, para casillero virtual pareciera reconocerse una mayor generación hacia el segundo semestre pero no

[1]/ En la Herramienta de Simulación la base gravable de impuesto de renta, CREE y Sobretasa de CREE se aproxima como la utilidad operacional, que incluye el egreso por el Gravamen a los Movimientos Financieros – GFM, más el 50% no deducible del GMF.
[2]/ Ver capítulo 3.2.5 del Quinto Informe. Págs. 43 y 44.

se considera porque se afirma que en 2016 se podría alcanzar el valor proyectado de forma anual.

Ahora bien, al analizar la información incorporada en la Herramienta de Simulación se encuentra que una desviación menor al 1% entre: a) el total de ingresos utilizados para calcular el Flujo de Caja Libre de la Firma del segundo semestre de 2016, frente a b) el total de ingresos proyectados para todo el año 2016 menos el ejecutado por SPN a junio. Sin embargo, como se aprecia en la siguiente tabla, cuando se realiza el análisis para cada Línea de Servicio se observan desviaciones entre – 22% y 372%, resaltando los casos de Gestión Documental, Servicios Financieros, Casillero Virtual, Servicios Internacionales y Gastos Terminales.

INGRESOS 2016: Proyectados Año - Ejecución Junio vs. Incluidos en FCLF para Valoración ($ illones)						
Línea de Servicio	**Proyectado Año 2016 sin reasignación de Subsidio (A)**	**Ejecución a Junio 2016 (B)**	**Proyección Anual asignable a Sem II (C = A - B)**	**Incluidos para FCLF del Sem II (D = ProyecciónAño * 6 / 12)**	**Desviación (D-C)**	**%**
Documentos	81.289	39.911	41.378	40.644	-734	-1,8%
Masivos	8.578	4.344	4.234	4.289	55	1,3%
Paquetería	37.638	17.526	20.111	18.819	-1.293	-6,4%
Gestión Documental	51.815	20.553	31.261	25.907	-5.354	-17,1%
Servicios Financieros Postales	4.673	2.642	2.031	2.336	305	15,0%
Casillero Virtual	5.265	1.855	3.409	2.632	-777	-22,8%
Servicios Internacionales	9.821	5.571	4.250	4.911	661	15,5%
Franquicia Postal y Telegráfica	52.265	25.003	27.262	26.132	-1.129	-4,1%
Gastos Terminales	20.308	18.158	2.151	10.154	8.003	372,1%
Total sin Subsidio	**271.651**	**135.563**	**136.088**	**135.826**	**-262**	**-0,2%**

Fuente: Herramienta de Simulación. Hojas: Supuestos Ingreso, Flujo de Caja y Matrices de Transformación Sem. Elaboración: Valfinanzas.

Por lo anterior, y considerando que los valores de ingresos para el segundo semestre de 2016 determinan el OPEX variable, se evidencia que se están sub o sobre-estimando los ingresos de cada línea de servicio en dicho periodo. En consecuencia, debe modificarse la formulación para incorporar en el FCLF de 2016 los ingresos proyectados de forma anual menos la parte ya ejecutada en el primer semestre.

- Casillero Virtual

Después de ajustes incorporados como resultado de las apreciaciones anteriores, el parámetro de crecimiento en USD es consecuente con la variación poblacional. Sin embargo, en la Herramienta de Simulación se formuló de forma tal que todos

los años crece con la variación de la población en 2016, aunque se relaciona este último para cada año.

En sesión del 24 de octubre, CIP indicó que no hay una razón por la cual se indexa para todos los años con el crecimiento poblacional proyectado por el DANE para 2016 y no para cada año correspondiente. Para incorporar toda la información pública disponible y que la Herramienta de Simulación sea consistente con lo indicado en el Quinto Informe, es apropiado modificar la formulación para incorporar la proyección de crecimiento de cada año.

- Servicios Internacionales (SI)

Después de ajustes incorporados como resultado de las apreciaciones anteriores, en la versión final de la valoración los ingresos por este servicio se proyectan en USD con la variación poblacional y se convierten con la TRM de cada año así:

  - $2016 = 2015_{USD} * (1 + crecimiento\ poblacional\ _{2016}) * TRM_{2016} + \%\ SubsidioSPU2015_{pesos}$

    $Dónde$:

    $$\%SubsidioSPU2015_{pesos} = Subsidio\ SPU\ tipo\ SPU * \frac{Ingreso\ SI\ de\ tipo\ SPU_{2015}}{Total\ ingresos\ de\ negocio\ SPU_{2015}}$$

  - $2017 = TRM_{2017} * [2015_{USD} * (1 + crecimiento\ poblacional\ _{2016})^2 + \%SubsidioSPU2015_{pesos} * (1 + crecimiento\ poblacional\ _{2016}) / TRM_{2017}]$

  - $2018 - 2025: Año\ anterior_{USD} * (1 + crecimiento\ poblacional\ _{2016}) * TRM_{año}$

Como se observa: i) se aplica siempre el crecimiento poblacional de 2016 y no el de cada año, cuando la Herramienta de Simulación relaciona este último elemento para cada periodo; ii) para el 2016 se incluye el subsidio asignable a Servicios Internacionales en el 2015 y para el 2017 se suma la proporción del 2015 indexada con el crecimiento de 2016, de manera tal que pareciera aplicarse el crecimiento poblacional con un retraso de un año para la porción correspondiente a la demanda medida por el Subsidio SPU.

En sesión del 24 de octubre, CIP indicó que no hay una razón particular para estos dos hallazgos. Con el propósito de incorporar toda la información pública

disponible y que la Herramienta de Simulación sea consistente con lo indicado en el Quinto Informe y con otros supuestos utilizados, debe ajustarse la formulación para incorporar la proyección de crecimiento de cada año y eliminar el retraso de un año en la aplicación del crecimiento sobre la porción correspondiente al Subsidio SPU.

C. Costos y Gastos – OPEX

- % Publicidad, Comisión, Honorarios y Servicios

La solidez de la herramienta de simulación está en función, entre otros, de la consistencia de los parámetros y la precisión en la formulación para obtener los resultados esperados a partir de operaciones matemáticas con los distintos parámetros. Por ejemplo, al realizar operaciones con proporciones se requiere que los numeradores o divisores coincidan para obtener los resultados correctos.

El parámetro de proyección se determina como el promedio 2013 a 2015 de la incidencia de: a) los gastos de Comisiones, Publicidad, Honorarios y Servicios en pesos corrientes, entre b) el Total Ingresos en pesos corrientes menos los correspondientes a Gastos Terminales en pesos corrientes y el Subsidio en pesos constantes 2015. Al combinar unidades monetarias expresadas en diferentes momentos de tiempo para estimar la incidencia de cada año se puede estar sobre-estimando el porcentaje de gasto.

Por otra parte, para recoger las apreciaciones compartidas por Valfinanzas en su Informe 2, se cambió la formulación de la proyección de este gasto para incluir la incidencia promedio 2013 - 2015 en la estimación del OPEX de la línea de negocio Físico No SPU (OPO), excepto para la porción de Gastos Terminales. Sin embargo, las proyecciones excluyen el gasto por este concepto que puede generar los ingresos generados por la línea de negocio SPU, los cuales solo fueron excluidos para la determinación del parámetro de proyección en la proporción asociada a la línea de servicio Subsidio SPU.

Para aportar solidez a la herramienta de simulación y consistencia en los parámetros utilizados, se deben corregir las dos debilidades mencionadas sobre el gasto de Publicidad, Comisión, Honorarios y Servicios.

- Gravamen a los Movimientos Financieros (GMF)

La Herramienta de Simulación debe ser consecuente con los principios tributarios vigentes con la mayor rigurosidad posible.

Para recoger la naturaleza de este tributo, en la versión final de la valoración de SPN, el GMF se calcula sobre la mayoría de las salidas de caja proyectadas para cada año en la Herramienta de Simulación: las inversiones de capital, intereses y

amortización de deuda. No obstante, no incluye el gasto generado por el pago del OPEX asociado a salidas de caja: la formulación incluye el tributo originado en los valores de la fila 44 "*OPEX SIN GMF*" de la hoja "*Flujo de Caja*", pero todas las celdas de la fila están vacías.

La formulación debe modificarse para calcular el GMF generado por los egresos de OPEX.

- Impuesto a la Riqueza 2017

Para un realizar un ejercicio robusto de simulación operativa y financiera de negocios, es importante que la herramienta sea consecuente con los principios tributarios vigentes y recoja la información disponible al momento de la valoración.
Para estimar el valor del impuesto a la riqueza que deberá sufragar SPN en el segundo semestre de 2017 y en el 2017 se identifica que:

  - Aunque para efectos de la proyección de la base de renta gravable es razonable considerar el valor del patrimonio proyectado en la Herramienta de Simulación, es común que existan cuentas de la contabilidad de cada empresa que hacen que la base gravable difiera del patrimonio neto registrado en los Estados Financieros. No se identifica una evaluación de aquellos activos o pasivos que puedan ser excluidos por requerir un tratamiento diferencial, ni tampoco una mención al respecto en los informes de valoración.

  - La base gravable del impuesto a la riqueza de 2015 es un valor observable a la fecha, sin embargo en la Herramienta de Simulación se estima como el Patrimonio Neto a Diciembre de 2014. Este valor es fundamental para aplicar la liquidación definida en el Parágrafo 4 del artículo 4 de la Ley 1739 de 2014.

  - El valor del impuesto para el segundo semestre del 2016 corresponde a un parámetro sin soporte documental y no resulta de alguna formulación. Es preciso indicar que con la información disponible se observa que el valor incorporado es consecuente con el relacionado en la contabilidad de SPN para el primer semestre del 2016, pero que durante el segundo semestre del 2015 se pagó un mayor valor frente al del primero, de manera que no necesariamente coincide el valor. Particularmente, es esperable que a la fecha esté disponible el valor efectivo que pagará SPN por concepto de Impuesto a la Riqueza y su calendario mensual de pagos.

  - Para estimar el valor del impuesto de 2017 se calcula la base de renta del 2016 incrementada en el 125% o disminuida en el 75% de la inflación, conforme con la evolución del Patrimonio Neto a diciembre del

año 2016. No obstante, se entiende que el Parágrafo 4 del artículo 4 de la Ley 1739 de 2014 define que la base gravable del Impuesto a la Riqueza para el año 2017 se determina en función de la evolución positiva o negativa de la base gravable, de manera que si aumentó es la menor entre la obtenida en el año y la base gravable del 2015 incrementada en el 25% de la inflación. Si decreció, la base gravable es la mayor entre la obtenida y la del año 2015 disminuida en el 25% de la inflación.

La aproximación que se está utilizando podría ser razonable en un ejercicio para determinar el valor teórico asociado a una solución empresarial. Sin embargo, si lo que se busca es aproximar el valor comercial de activo público para su potencial venta, se podría requerir de mayor rigurosidad en la aplicación de aspectos tributarios e información disponible. Dado lo anterior, se debe incorporar la información de la compañía disponible a la fecha con respecto al impuesto de 2016 y la base gravable de 2015. Igualmente debe ajustarse la formulación conforme con el parágrafo 4 del artículo 4 y el artículo 5 de la Ley 1739 de 2014.

- Impuesto de Renta, CREE y Sobretasa de CREE de 2016

De manera consecuente con la temporalidad del pago del impuesto de Renta, CREE y su sobretasa, este tributo de paga el año siguiente a su causación. Por lo anterior, para el cálculo del Flujo de Caja Libre de la Firma de cada año se deduce el pago del impuesto liquidado para el periodo anterior.

En el caso particular del 2017, para estimar el FCLF se deduce el egreso por el impuesto consecuente con la utilidad del segundo semestre de 2016. Si bien la valoración está realizada al 30 de junio de 2016, y por lo tanto solo se debe considerar los FCLF generados con posterioridad, 2017 se pagará el impuesto de renta de todo el año 2016.

Por lo anterior, la formulación debe corregirse para incorporar en el FCLF de 2017 el pago del impuesto de renta, CREE y su sobretasa causado por la utilidad de todo el año 2016.

D. Balance General

- Depreciación de activos fijos existentes y de inversiones futuras

La depreciación de un activo tiene un efecto sobre la base de la renta fiscal, generando a su vez un impacto sobre el Flujo de Caja Libre mediante un efecto tributario. Por esta razón, se analizó en detalle la manera como estaban proyectadas las depreciaciones de los activos fijos de SPN existentes a junio de 2016, así como las depreciaciones de las inversiones futuras.

En el análisis de la herramienta se encontró que la totalidad de los activos se estaban depreciando gradualmente hasta el año 2023, con independencia si dichos activos estaban asociados al negocio OPO o si hacían parte del negocio No OPO.

Para propósitos de la valoración, se sugirió revisar si el método utilizado por CIP para la depreciación de los activos era consecuente con el método de depreciación fiscal utilizado por SPN. De no serlo, se sugirió proyectar la depreciación de los activos siguiendo los plazos definidos por la compañía.

Frente a esto, CIP no realizó ningún cambio en la formulación. En cambio, incluyó en el numeral 3.2.15.3 del informe 5 de su consultoría el siguiente texto: *"Para el cálculo de la depreciación de los activos se utilizó el método reducción de saldos, el cual es consecuente con el sistema de depreciación fiscal y los plazos definidos por la concesión de SPN. (Ver Anexo 1 - Depreciación. Método de Reducción de Saldos)".*

Habiendo analizado el Anexo 1 al que hace mención CIP, surgieron las siguientes apreciaciones. En primer lugar, el anexo argumenta que el método de "reducción de saldos" es uno de los sistemas de cálculo aceptados por el Estatuto Tributario para determinar la depreciación de un activo; no obstante, la fórmula implementada en la herramienta de simulación no guarda relación con la fórmula de reducción de saldos. Esto se debe, entre otras cosas, a que la fórmula de CIP: i) no tiene en cuenta la vida útil de los activos individuales y ii) no establece un valor de salvamento que como lo indica el mismo Anexo 1 de CIP, debe fijarse como mínimo en el 10% del costo del activo.

En segundo lugar, el Anexo 1 del Informe 5 de CIP no explica si es posible depreciar la totalidad de los activos de la compañía, incluyendo los que soportan la actividad OPO y NO OPO, durante el periodo de la concesión. En materia tributaria, y en particular en lo relacionado con la deducibilidad de los gastos, el artículo 107 del Estatuto Tributario establece los requisitos que deben cumplir las expensas para que sea procedente su deducibilidad; esto es, la relación de causalidad con la renta, la necesidad y la proporcionalidad.

> *"**Art. 107. Las expensas necesarias son deducibles.** Son deducibles las expensas realizadas durante el año o período gravable en el desarrollo de cualquier actividad productora de renta, siempre que tengan relación de causalidad con las actividades productoras de renta y que sean necesarias y proporcionadas de acuerdo con cada actividad.*
> *La necesidad y proporcionalidad de las expensas debe determinarse con criterio comercial, teniendo en cuenta las normalmente acostumbradas en cada actividad y las limitaciones establecidas en los artículos siguientes.*

> **-Adicionado- En ningún caso serán deducibles las expensas provenientes de conductas típicas consagradas en la ley como delito sancionable a título de dolo. La administración tributaria podrá, sin perjuicio de las sanciones correspondientes, desconocer cualquier deducción que incumpla con esta prohibición. La administración tributaria compulsará copias de dicha determinación a las autoridades que deban conocer de la comisión de la conducta típica. En el evento que las autoridades competentes determinen que la conducta que llevó a la administración tributaria a desconocer la deducción no es punible, los contribuyentes respecto de los cuales se ha desconocido la deducción podrán solicitar la correspondiente devolución o solicitar una compensación, de conformidad con las reglas contenidas en este Estatuto y según los términos establecidos, los cuales correrán a partir de la ejecutoria de la providencia o acto mediante el cual se determine que la conducta no es punible."*

Estos tres principios han sido definidos de la siguiente forma:

> *"Causalidad: Es el vínculo que guardan los costos y gastos realizados con la actividad productora de renta. Por tanto las erogaciones realizadas deben ser las normalmente acostumbradas dentro de una determinada actividad económica, ya que son el presupuesto básico para producir un ingreso.*
> *Necesidad: Se establece en relación con el ingreso y no con la actividad que lo genera. Implica que el costo sea indispensable para obtener el producto por cuanto está integrado al mismo. Es indispensable que se trate de los normalmente acostumbrados en el desarrollo de la actividad productora de renta.*
> *Proporcionalidad: Exige que el costo o gasto guarde una proporción razonable con el ingreso real (real o potencial) debido a que la erogación debe tener un límite máximo cuantificable que esté medido por la relación que existe entre la magnitud del costo y el posible beneficio que pudiere generar."*[3/]

Con base en lo anterior, se sugiere que el concepto del experto tributario de CIP aclare si la depreciación de la totalidad de los activos de SPN entre 2016 y 2023

[3]/ Consejo de Estado. Sala de lo Contencioso Administrativo. Sección Cuarta. C.P. Juan Ángel Palacio Hincapié. Sentencia del 13 de octubre de 2005. Expediente 13631 acumulado con el expediente 14122.

respeta las normas anteriores, aun si después de terminada la Concesión continúa el negocio residual. De no respetarse dichas normas, se sugiere utilizar el método de depreciación fiscal empleado actualmente por SPN.

- Otros activos - intangibles: amortización del saldo de la concesión anterior

Dentro de los activos intangibles, típicamente existen rubros que pueden ser amortizados y otros que no, según las normas contables. En ese sentido, es importante identificar y clasificar cada uno de los componentes que conforman los intangibles de tal forma que puede reconocerse el gasto por amortización.

En el modelo de valoración, se observó que hubo una recomposición de las cuentas de "Otros Activos", en donde un componente significativo corresponde a los Intangibles. Por un lado, se proyectó de manera separada el intangible asociado a la prórroga de la concesión con fecha de julio de 2014. Los demás componentes de la cuenta de Intangibles fueron tratados como un sólo activo que se mantiene constante en el tiempo. Al respecto, se analizó que dentro de estos activos se encontraban elementos como el saldo de la concesión anterior a la prórroga, así como licencias y software, los cuales se entiende que son amortizables.

Luego de plantear y socializar esta observación, CIP consideró apropiado modificar la formulación de tal forma que se capturara el efecto fiscal asociado a la amortización de estos activos. No obstante, en la revisión de los documentos definitivos se observó que esto no se realizó con el saldo por $4.479.988.000 a diciembre de 2015 correspondiente al registro de la concesión para la prestación del servicio de correo, tal como se detalla en la nota 9.3 de los estados financieros de SPN del año 2015.

E. Valoración

- Cambio en capital de trabajo al finalizar el contrato de concesión

En la medida en que el contrato de concesión finaliza en julio de 2024, resulta razonable reconocer el valor asociado al cambio en capital de trabajo para ese año toda vez que existiría un cobro de cartera superior al crecimiento de la misma.

La herramienta de simulación desarrollada por CIP buscó reconocer este hecho generador de valor; no obstante, presentó imprecisiones en la formulación. En particular, el cambio en capital de trabajo fue calculado como la diferencia entre el capital de trabajo del 2024 y del 2025. Al tomar como punto de referencia el año 2025, implícitamente se generó una distorsión en el cálculo toda vez que el capital de trabajo de ese año capturó la dinámica proyectada del negocio residual para ese periodo, la cual estuvo determinada por los parámetros de crecimiento de las diferentes líneas de negocio para el año 2025.

Para no generar esta distorsión, se sugiere que el cambio en capital de trabajo al finalizar el contrato de concesión se formule de tal manera que únicamente se involucre la variación del capital de trabajo al finalizar el año 2024 y al momento de la finalización del contrato.

- Mid year

Cuando se construyen modelos financieros de periodicidad anual, típicamente se aplica en el factor de descuento un concepto denominado "Mid year", el cual permite normalizar la generación mensual de caja en un modelo de periodicidad anual.

Si bien el modelo financiero desarrollado por CIP parte de una proyección de flujos de caja con periodicidad mensual, estos flujos de caja son anualizados mediante una suma aritmética, siendo éstos últimos los que se descuentan con el WACC. Lo anterior es equivalente a proyectar flujos de caja anuales y luego descontarlos al WACC.

Descontar los flujos de caja anuales con el WACC, sin ningún tipo de ajuste, implicaría suponer que la compañía percibiría los flujos de caja sólo hasta el final de cada año. No obstante, en la práctica estos flujos de caja suelen estar distribuidos en los diferentes meses del año. Para corregir este efecto, se puso a consideración aplicar el "mid year" dentro del factor de descuento.

En respuesta a dicha sugerencia, CIP argumentó que *"los picos de caja son al final de los años, la caja no es homogénea en el año y no cuenta a mitad de año con recursos disponibles. Por esta razón no se considera apropiada acoger la sugerencia en tanto el concepto de mid year no resulta aplicable."*[4] CIP realizó esta aseveración tomando como elemento de análisis la caja disponible al final de cada semestre, y no el flujo de caja mensual del negocio. Al respecto, es preciso indicar que el "mid year" no pretende generar algún tipo de ajuste por el grado de concentración de la caja disponible al final de cada semestre toda vez que esta última representa una variable "stock"; en cambio, pretende generar un ajuste por el flujo de caja periódico generado por la compañía, siendo éste una variable "flujo". En la medida en que exista una generación de recursos mensual, resulta razonable incorporar el concepto de "mid year" en un modelo financiero con periodicidad anual, pues permite normalizar y minimizar la distorsión de la periodicidad en la generación de caja. En consecuencia, se sugiere incorporar este componente dentro de la formulación.

[4]/ Documento de CIP denominado "Revisión matriz Valfinanzas (JUEVES)".

- Valor liquidación de la nómina al finalizar la concesión

Dentro del ejercicio de liquidación de la nómina asociada al negocio OPO al finalizar la concesión, se identificaron las siguientes imprecisiones, la cuales fueron socializadas con CIP y FONADE en la reunión del 24 de octubre de 2016.

En primer lugar, en la hoja "Indemnizaciones" del modelo de valoración desarrollado por CIP, se encontró que los valores base de nómina corresponden a los observados durante el año 2015. No obstante, existe una inconsistencia de formulación en el ajuste por inflación de valores base de nómina para los años 2016-2025. Puntualmente, la celda D22 de la hoja "Indemnizaciones" no reconoce el ajuste inflacionario entre 2015 y 2016. Adicionalmente, los ajustes inflacionarios para los años 2017-2024 (celdas D23-D30) se encuentran corridos un año; es decir, para el 2017 aplica la inflación del periodo 2015-2016, y así sucesivamente.

De otro lado, existen debilidades en la manera como se estimó la proporción de liquidación de nómina que correspondería al negocio OPO. En primer lugar, para identificar la proporción de los ingresos asociados al negocio OPO, se utilizó la matriz de transformación del año 2025. Esto no guarda consistencia con la naturaleza de la concesión, la cual finaliza en julio de 2024; por lo cual, la proporción del negocio OPO vs. No OPO debería ser la que resulte de la matriz de transformación del año 2024. Adicionalmente, se encontró que la proporción utilizada finalmente para la liquidación de nómina del negocio OPO corresponde a la proporción del negocio No OPO. Esto se evidencia en la celda O17 de la hoja "Transformación Matrices 2025" del modelo financiero desarrollado por CIP.

- Impacto caja mínima en cambio en capital de trabajo

En el ejercicio desarrollado por CIP se estableció una caja mínima requerida para operar equivalente a USD 1 millón correspondiente al capital de trabajo demandado por giros internacionales. Este valor tiene un impacto en la valoración en la medida en que reduce el saldo en caja disponible para el momento de la valoración.

Ahora bien, en la herramienta de simulación de CIP, la caja mínima está teniendo un doble efecto en la valoración toda vez que: i) reduce el sado de caja disponible e ii) impacta negativamente el cambio en capital de trabajo en la medida en que se incluyó la caja mínima en la fórmula de capital de trabajo.

En primer lugar, para efectos de determinar el flujo de caja libre de la firma, es inconsistente desde el punto de vista conceptual incluir la caja mínima dentro del cálculo del cambio en capital de trabajo. Adicionalmente, el efecto se duplica en la herramienta de simulación en la medida en que se establece una caja mínima para el 2016 mas no para el 2015, lo cual hace que el cambio en capital para el primer periodo proyectado se afecte por el mismo valor definido como caja mínima.

Por lo anterior, se sugiere excluir la caja mínima del cálculo del capital de trabajo, de tal forma que no se genere un doble efecto por su incorporación en la herramienta de simulación.

3.3. Parámetros y supuestos incluidos

Con el objetivo de determinar la razonabilidad de los parámetros de simulación que soportan el valor de las compañías, Valfinanzas realizó un análisis sobre la consistencia de cada uno con la evolución del negocio de SPN, las expectativas de la administración y la información disponible del mercado, prestando especial atención a aquellos cuya variación tendría un mayor impacto en la valoración. Así, Valfinanzas encontró razonables los siguientes aspectos:

- Los supuestos macroeconómicos son consistentes con el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2016, así como las normatividad tributaria vigente.

- Son consecuentes con el Contrato de Concesión como operador postal oficial (OPO) que tiene vigente La Compañía.

- En cuanto a los ingresos, los parámetros y supuestos tiene en cuenta su naturaleza, las tendencias del mercado nacional y global y las particularidades que afectan la generación de ventas de cada tipo de servicio ofrecido por SPN.

- Los parámetros y supuestos utilizados reflejan la relación entre los servicios ofrecidos por La Compañía y los tipos de negocio asociados a cada uno, de manera que los primeros capturan la posición comercial y los segundos la naturaleza operativa y del Contrato de Concesión.

- Incorpora la posibilidad de alcanzar los niveles de eficiencia de sus competidores.

- Aunque La Compañía no tiene un sistema de costeo ABC que permita contar con los costos y gastos para cada línea de negocio, se utilizó la información disponible de SPN y el soporte de un Experto Postal para clasificar y aproximar el costeo individual.

No obstante lo anterior, después de la revisión de la última versión de los documentos que soportan la valoración, Valfinanzas identifica que persisten debilidades, las cuales se detallan a continuación.

3.3.1. Soporte de fuentes

A. Macro

- Presupuesto General Disponible COPS DIC 2015:

Este concepto se aplica como parámetro de crecimiento de los ingresos para las líneas de servicio con un alto componente de clientes públicos, de manera que se entiende que su generación está influenciada por el presupuesto disponible de las entidades: Gestión Documental y Franquicia Postal y Telegráfica.

Conforme con la versión del Quinto Informe recibida el 18 de julio de 2016, este parámetro "*se calculó a partir del factor de presupuesto general de la nación, se eliminó el efecto de pensiones, intereses y deuda, lo cual permitió evidenciar el crecimiento de los negocios del OPO*"[5/], de manera que en la Herramienta de Simulación se aplicaba la siguiente fórmula:

$$\frac{PIB\ Nominal\ *\ \left[\left(\%\frac{GNC}{PIB}\right)*\left(1-\%\frac{Pensiones}{PGN\ \text{sin}\ pago\ de\ deuda}\right)-\left(\frac{Intereses\ deuda\ pública}{PIB}\right)\right]}{Ajuste\ Precios\ Expectativa},$$

$$Donde:\ GNC = Gasto\ del\ Gobierno\ Nacional\ Central, incluyendo\ intereses$$

$$PGN = Presupuesto\ General\ de\ la\ Nación$$

$$Intereses\ deuda\ pública = intereses\ a\ cargo\ del\ GNC$$

Dado que en el Informe 1 se sugirió modificar la formulación para recoger la consistencia y relación entre los distintos parámetros, en la Herramienta de Simulación se modificó la formulación así:

$$\frac{PIB\ Nominal\ *\ \left[\%\frac{GNC}{PIB}-\%\frac{Senda\ pensional\ del\ GNC}{PIB}-\frac{Intereses\ deuda\ pública}{PIB}\right]}{Ajuste\ Precios\ Expectativa},$$

Sin embargo, la explicación del concepto "Presupuesto General Disponible COPS DIC 2015" no se modificó en la versión final del Quinto Informe, de manera que no es consecuente con la formulación utilizada en la Herramienta de Simulación. Para una adecuada trazabilidad de la información, se encuentra razonable modificar la redacción para que sea consecuente con la fuente y la forma en que se determinó este parámetro.

B. Ingresos

[5/] CIP. Quinto Informe - Julio 18 de 2016. Pág. 25.

- Ventas USD – Servicios Internacionales, Gastos Terminales y Casillero Virtual

Como consecuencia de las apreciaciones de Valfinanzas compartidas en el Informe 2 y en la matriz de apreciaciones remitida a FONADE el 23 de septiembre de 2016, las siguientes líneas de servicio se proyectan a partir de su valor en USD en 2015 por ser generados en dicha moneda: "*Servicios Internacionales*", "*Gastos Terminales*" y "*Casillero Virtual*". Estos valores difieren para los mismos conceptos en la Herramienta de Simulación y en el Quinto Informe, sin que en ninguno se explique la fuente o la forma cómo se calculó el valor equivalente en USD:

INGRESOS 2015 EN USD – Líneas de Servicio originadas y cobradas en USD		
Línea de Servicio	**Quinto Informe – Tabla 4**	**Herramienta de Simulación**
Casillero Virtual	No se relaciona	1.652.680
Servicios Internacionales	3.146.917	3.083.093
Gastos Terminales	5.796.719	6.253.237

Conforme con lo indicado por CIP en la sesión del 24 de agosto de 2016, el valor de 2015 en USD de los ingresos generados por estas líneas de servicio fue calculado a partir de los valores mensuales disponibles de contabilidad de SPN en pesos y la TRM promedio del mes correspondiente. Sin embargo, se observa que los valores difieren de los relacionados en la Tabla No. 4 del Informe Quinto, posiblemente por una imprecisión en la actualización de las tablas con la última versión de la Herramienta de Simulación.

Con el objetivo de facilitar el estudio y la trazabilidad de la información y la metodología aplicada, se debe complementar la información incluida en los informes de manera tal que se soporte la fuente y cálculos de cada uno de los parámetros utilizados.

- Paquetería – Escenario Base y Sensibilidades

La valoración considera que a partir del 2019, los ingresos por concepto de Paquetería crecen al 3,1% real anual: "*Después de 2020, a pesar de las tendencias de sustitución de mercados tradicionales e E-Commerce, se ajusta al crecimiento real del segmento de acuerdo al histórico de la UPU, el cual se ubica en un 3.1% para reflejar en la mejor forma la incertidumbre asociada*"[6]/.

En las tres oportunidades previas en las cuales se compartieron apreciaciones de Valfinanzas se sugirió evaluar el parámetro del 3,1% real anual, frente al CAGR del 28,4% para los ingresos globales en USD de Paquetería entre 2010 y 2016 referenciado en el documento "*Panorama General de la Industria Postal*" elaborado por SPN. Aunque la información de La Compañía fue incorporada en el

[6]/ CIP. Quinto Informe. Capítulo 3.2.5. Pág. 57.

Quinto Informe, no se identifica que se haya contrastado y explicado las diferencias.

Con el propósito de contar con parámetros robustos frente a la información pública y de La Compañía, se requiere profundizar en esta información con SPN y contrastar las diferencias del crecimiento histórico de Paquetería relacionado en las dos fuentes.

- Matriz de Transformación Anual

La Matriz de Transformación refleja los ingresos generados por cada línea de negocio dentro de cada línea de servicio de SPN y en la valoración se utiliza para: i) transformar los ingresos proyectados por línea de servicio en sus correspondientes por línea de negocio, de manera que pueden diferenciarse aquellos generados por la Concesión (OPO) y los No OPO; y ii) estimar el costo de "*Logística Variable*" anual, teniendo en cuenta los ingresos generados según su naturaleza de negocio y servicio.

Así, una vez aplicadas las apreciaciones de Valfinanzas en los Informes 1 y 2, la Herramienta de Simulación parte de la Matriz de Transformación del 2015 en pesos corrientes y proyecta la correspondiente de cada año aplicando los crecimientos estimados de cada línea de servicio, permitiendo establecer los Ingresos del OPO para cada año, así como el costo de "Logística Variable" de cada posición de la matriz.

No obstante, se encuentran dos debilidades en la formulación que no están documentalmente soportadas y que afectan la valoración.

La primera corresponde a un ingreso de $1.417,7 millones en el 2015 por "*Convenio CODE*", incluido en línea de negocio "OTROS Electrónicos (Residual)" de la línea de servicio "*Subsidio SPU*" según la contabilidad de SPN[7]/, cuya generación se está eliminando a partir de 2016. Conforme con lo indicado por CIP en la sesión del 24 de octubre de 2016, esta cifra fue asignada en esa posición de la Matriz de Transformación por SPN y corresponde a un auxilio que reciben de la UPU o del FONTIC para implementar ciertas tecnologías. En ese sentido, el ingreso está asociado a la ejecución de una inversión particular y se entiende que no es un ingreso recurrente. Aunque se entiende la razonabilidad de su desaparición para la valoración, está característica que no está documentada en el Quinto Informe.

Por su parte, la segunda debilidad está relacionada con la proyección del tipo de ingresos que se generan en la línea de servicios "*Gestión Documental*". En 2013,

[7]/ Ver Matriz de Transformación de 2015 en la Herramienta de Simulación o en la página 47 del Quinto Informe de CIP.

2014, 2015 y primer semestre de 2016[8]/ se observa que estos ingresos son entre 97,2% y 99,6% del negocio "*Gestión Documental y CAD (Residual)*", respectivamente, y entre 0,4% y 2,8% restante del negocio "*Otros Electrónicos (Residual)*". En ese sentido, al tomar como base de arranque la Matriz de Transformación de 2015, la Herramienta de Simulación proyecta los dos componentes del servicio de "*Gestión Documental*" para todos los años. No obstante, la formulación utilizada para el cálculo de los Ingresos en el Estado de Pérdidas y Ganancias y en el Flujo de Caja Libre de la Firma asigna la totalidad del ingreso de esta línea de servicio en la línea de negocio "*Gestión Documental y CAD (Residual)*", y por lo tanto el cálculo del OPEX para estas líneas de negocio se ve afectado.

Conforme con lo explicado por CIP en la sesión del 24 de octubre de 2016, se entiende que la formulación busca reflejar que: i) la porción asociada a "*Otros Electrónicos (Residual)*" es un ingreso por conceptos no recurrentes, como las fotocopias, y ii) esta porción tiene un costo similar a los demás ingresos de Gestión Documental, luego podría agruparse en la misma base para calcular los costos y gastos. Al igual que en el caso anterior, aunque se entienden los elementos considerados para la formulación, la fuente y aplicación de estas características no están documentadas en el Quinto Informe.

- Otros Ingresos / Otros Egresos – Diferencia en Cambio

Para recoger con rigurosidad el efecto de factores macroeconómicos que pueden tener un impacto en el resultado final, en la versión final de la Herramienta de Simulación se incorporó el cálculo del ingreso o gasto derivado de la variación de la TRM promedio de cada año y su impacto sobre las cuentas por cobrar.

Así, se identifica que el efecto del cambio anual de la TRM se está aplicando exclusivamente para los ingresos generados por Gastos Terminales, línea de servicio que tiene una rotación de cuentas por cobrar cercana a 1 año, conforme con lo relacionado en la hoja "*capital de trabajo*" de la Herramienta de Simulación y lo explicado en las das distintas sesiones de trabajo con FONADE y CIP.

[8]/ Las Matrices de Transformación de 2013 y 2014 fueron elaboradas por Valfinanzas para propósitos de análisis, a partir de la misma metodología utilizada por CIP para elaborar la Matriz de Transformación de 2015 y utilizando los siguientes archivos suministrados por FONADE: "*7.INGRESOS POR SEGMENTOS 2013-2014.xslv*" y "*4. Segundo Semestre (Deficit MINTIC).xlsx*". En ese proceso se identificó que algunas cuentas contables de ingresos para los años 2013 y 2014 no estaban asignadas a una línea de negocio en el archivo "*4. Segundo Semestre (Deficit MINTIC).xlsx*", de manera que no fue posible incluirlas en el análisis. Sin embargo, el valor total de estas cuentas es menor al 1% del total de ingresos de cada año, de manera que las conclusiones pueden ser representativas.
Por su parte, las Matrices de Transformación de 2015 y primer semestre de 2016 están relacionadas en la hoja "*Matrices de Transformación Sem*" de la Herramienta de Simulación.

Ahora bien, con la información incluida hoja "*capital de trabajo*" de la Herramienta de Simulación y dado que otras dos líneas de negocio se conceptualizaron en USD conforme con su naturaleza, los ingresos por Casillero Virtual y Servicios Internacionales también podrían generar un efecto por diferencia en cambio.

Para facilitar la trazabilidad de la información y la explicación de los supuestos utilizados, se sugiere aclarar en los informes los elementos considerados para proyectar este ingreso/egreso únicamente sobre los ingresos generados por Gastos terminales.

C. Costos y Gastos – OPEX

- Valores contables utilizados como base de proyección presentan diferencias con los estados financieros auditados.

Conforme con lo indicado por CIP en la reunión del 1 de agosto de 2016, los valores contables incorporados en la Herramienta de Simulación, con los cuales se determinan las bases de proyección del OPEX, presentan algunas diferencias con las cifras reflejadas en los estados financieros auditados por la revisoría fiscal de la compañía.

En herramientas de simulación operativa y financiera, es importante conservar la precisión en cada uno de los números allí contenidos. Esto toma mayor relevancia en asuntos públicos, en los cuales tanto la forma como el fondo son fundamentales. Teniendo en cuenta lo anterior, en las tres oportunidades en las cuales se compartieron las apreciaciones y hallazgos de Valfinanzas se mencionó que existían dichas diferencias.

En la versión final de la valoración persisten las diferencias. Particularmente, en los estados financieros de 2015 la suma de Costos y Gastos sin depreciaciones y amortizaciones alcanza los $241.169,5 millones; mientras que en la hoja "*OPEX*", donde se determinan las cifras base para proyectar los costos y gastos, la suma de los conceptos equivalentes para el 2015 (Explicación Egresos - Provisiones Depreciaciones - Provisión Impuestos - Otros Gastos (financieros)) es de $239.076,4 millones. Así, hay una diferencia de $2.093,1 millones que no están considerándose para la proyección y su exclusión no fue detallada y sustentada en el Quinto Informe.

Respecto de la anterior diferencia, según lo indicado en la sesión de trabajo con FONADE y CIP del 24 de octubre de 2016 y en las respuesta de CIP a la apreciaciones 63 y 65 de Valfinanzas[9]/, se entiende que podría corresponder a cuentas no recurrentes que fueron excluidas en un ejercicio de depuración previo.

[9]/ Ver archivo "*Respuestas matriz Valfinanzas (JUEVES)*".

Sin embargo, se identifica el caso de la cuenta 53179001004 "*Provisión contratistas spu*" que antes estaba asignada de forma no consistente a la línea de negocio SPU para el "*OPEX Identificado*" y que en la versión final, con la información disponible, se encuentra que no está incluyendo en ningún elemento del OPEX[10]/.

En consecuencia, para mayor trazabilidad de la información y solidez de los parámetros utilizados, resulta apropiado: i) incorporar los valores auditados y realizar los cálculos y estimaciones a partir de éstos, y ii) detallar en los informes de valoración el ejercicio de depuración realizado y las razones por las cuales se excluye cada cuenta del costo o gasto de lavase para la proyección.

- 2015 como año de referencia para determinar parámetros del OPEX

La Herramienta de Simulación está contemplando los costos y gastos de 2015 como punto de referencia para determinar los parámetros y supuestos de proyección, excepto para las Comisiones y Publicidad que se estima a partir de la incidencia promedio 2013 - 2015.

Dado que la información de 2013 y 2014 está incorporada y detallada en el modelo de simulación, en varias oportunidades se sugirió evaluar la evolución de los distintos conceptos del OPEX (identificados, fijos y "Logística Variable") para analizar si el mejor indicador es 2015 o si podría ser otro que recoja la evolución de 2013 a 2015, como el promedio.

Al respecto, CIP respondió que el año relevante para el análisis es 2015 como consecuencia de una dinámica particular en los últimos tres años que no permite comparar directamente los resultados anuales: el crecimiento significativo de Paquetería a partir de 2013 que afecta el OPEX variable principalmente[11]/.

Sin embargo, no se identifica que se haya realizado una evaluación de la evolución de incidencias históricas de la metodología de clasificación de costos aplicada, así como tampoco la explicación de cómo cada tipo de costo se afectó por la recomposición de ingresos resultante del crecimiento de paquetería en los últimos tres años de manera que sólo es representativo el 2015.

Por ejemplo, los costos y gastos fijos en 2015 son mayores a los de los años previos en términos reales, de manera que podría resultaría razonable como base de proyección o podría suponer una sobreestimación del OPEX fijo resultante de alguna situación particular de SPN en ese periodo.

[10]/ Celda G218 de la hoja "OPEX Identificado" de la Herramienta de Simulación.
[11]/ Ver numeral 56 del archivo "*Respuestas matriz Valfinanzas (JUEVES)*".

En ese sentido, con el objetivo de facilitar el entendimiento de los supuestos y la metodología utilizada, se requiere incluir en los informes el análisis sobre la evolución histórica de cada componente del OPEX y, para cada uno, documentar los elementos que soportan la selección del 2015 como año relevante.

- OPEX "*Logística Variable*": Falta de trazabilidad en la estimación de parámetros y Matriz de Asignación

En la valoración de un activo es importante tener especial cuidado en la documentación detallada de cada uno de los parámetros utilizados en el ejercicio de valoración.

Como resultado de lo anterior, en la versión final de los Informes Cuarto y Quinto se incluyeron 3 párrafos para explicar la información utilizada, el proceso realizado y los elementos que se tuvieron en cuenta para determinar los porcentajes del OPEX "*Logística Variable*" y su aplicación en la proyección. Es preciso resaltar que la estimación de estos parámetros cambió en la versión final de la valoración, buscando recoger las apreciaciones compartidas por Valfinanzas.

El texto incluido en los Informes Cuarto y Quinto no documenta los siguientes elementos de la formulación utilizada para determinar las incidencias de este concepto del OPEX sobre el ingreso de cada línea de negocio, ni los análisis que explican la razonabilidad del proceso de estimación:

  - Los costos logísticos promedio de la industria, medidos como proporción del ingreso, se utilizan para determinar las participaciones de cada línea de servicio dentro del total de costo logístico de 2015
  - Dentro de las anteriores participaciones de cada línea de servicio en el costo logístico se está incluyendo una proporción correspondiente a los ingresos de la línea asociada con el Subsidio SPU, estimada a partir del 20% del subsidio recibido por SPN en el 2015
  - Las participaciones se aplican sobre el valor total del costo logístico del 2015 para estimar el asociado a cada línea de servicio de SPN
  - Teniendo en cuenta la necesidad de determinar el OPEX por línea de negocio, con excepción Subsidio SPU, el costo logístico del 2015 estimado para cada línea de servicio se transforma a sus correspondientes negocios utilizando las proporciones resultantes de una "*Matriz Intermedia*" de Asignación que excluye la línea de negocio SPU
  - En la Herramienta de Simulación no hay trazabilidad de la "Matriz Intermedia" de Asignación utilizada y no coincide con la Matriz de Transformación de ingresos de ningún año. En versiones previas, las proporciones eran las resultantes de la Matriz de Transformación de ingresos de 2015
  - El costo logístico de 2015 estimado para el Subsidio SPU se asigna en su totalidad a la línea de negocio SPU en los servicios de este tipo

(Documentos, Paquetería y Servicios Internacionales), a partir de las proporciones de los ingresos generados por cada servicio en el total del SPU en el 2016

- Los costos logísticos del 2015 en pesos estimados para cada negocio dentro de cada línea servicio se dividen por su correspondiente posición de la Matriz de Transformación de ingresos de 2015, obteniéndose las incidencias de "*Logística Variable*" que se aplicarán para los ingresos de cada año proyectado en la Herramienta de Simulación.

Con el propósito de incorporar trazabilidad de los parámetros y la metodología utilizada, así como soportar la razonabilidad de los mismos, se deben detallar en los informes los anteriores elementos explicando las fuentes y los cálculos aplicados para su estimación. Particularmente se resalta la "*Matriz Intermedia*" de Asignación del costo logístico de líneas de servicio a líneas de negocio, para la cual no se conoce qué conceptos representa y afecta significativamente el parámetro de OPEX *Logística Variable* resultante para cada línea de negocio.

- Costo variable Servicios Internacionales: SPU menor a Físico No SPU

A partir de la clasificación, asignación y estimación del OPEX utilizados en la herramienta de simulación es posible evaluar la incidencia del OPEX variable de cada línea de negocio dentro de cada línea de servicio. Así, se encuentra que el OPEX variable del Físico No SPU en la línea de servicio Servicios Internacionales es 180,7%, mientras que para la dimensión SPU del mismo servicio es 81,4%. Estos valores de costo resultan contrarios a la naturaleza del SPU, de manera que se debe detallar los elementos que explican la razonabilidad de este resultado o evaluar si puede existir alguna imprecisión en los parámetros utilizados.

- Política de vehículos automotores

Para un realizar un ejercicio robusto de simulación operativa y financiera de negocios, es importante soportar y documentar los supuestos utilizados, más aun cuando están relacionados con los principios tributarios vigentes.

La Herramienta de Simulación excluye el cálculo del impuesto de vehículos automotores, tributo que SPN asumió en 2015 y a junio de 2016 conforme con su contabilidad. Aunque pueden existir razones para considerar que este gasto no será asumido por SPN en adelante, debe documentarse y explicarse este supuesto en los informes de valoración.

D. Valoración

- Estimación del Patrimonio Ajustado

En los ejercicios de valoración de empresas, es razonable utilizar diferentes metodologías para estimar y validar el rango de valor resultante. Entre ellas la estimación del valor debe contemplar la comparación del valor del activo en marcha vs. su valor de liquidación, de forma tal que el valor de mercado debería fijarse como el máximo de los dos resultados. Así, si la operación del negocio genera valor, el precio de mercado se puede fijar en función del valor presente neto de los flujos de caja descontados. Ahora bien, si este valor es menor al que resultaría de la liquidación de los activos, el precio de mercado se fijaría en función de dicha metodología.

El valor propuesto por CIP tuvo en consideración lo anteriormente mencionado en la medida en que estima el valor del activo como negocio en marcha y realiza una aproximación al valor del patrimonio ajustado.

No obstante lo anterior, a partir de la revisión del ejercicio de CIP para el cálculo del patrimonio ajustado, el cual se encuentra desarrollado en la hoja "Valor Patrimonial Ajustado" y en el capítulo 4.3 del Informe 5, se identificaron las siguientes falencias:

- Activos fijos: en el ejercicio de CIP se tomó como referencia el valor consolidado de los activos fijos (incluyendo las valorizaciones y sin las depreciaciones) del balance general a junio de 2016. Naturalmente, por la aplicación de las normas contables se entiende que estos valores están afectados por el valor en libros y los avalúos de los activos. En el caso del lote de Bogotá, para mencionar un ejemplo, el avalúo más reciente disponible es del año 2013, información que está recogida en el balance general de SPN. En consecuencia, partir de los valores contables registrados implica desconocer la variación en el valor de los mismos entre los años 2013 y 2016. Esto mismo sucede para los demás activos fijos inmobiliarios de la compañía. Adicionalmente, el ejercicio de CIP descuenta el 20% del total de activos fijos, sin que se sustente de manera detallada la razón de este porcentaje.

  En síntesis, para efectos de avanzar en la posible enajenación de un activo público, asumir que el valor de mercado realización corresponde al 80% del valor en libros es una asunción riesgosa que podría apartarse de la realidad, pues los valores propuestos no están soportados por un ejercicio realizado con la rigurosidad que tendría un avaluador inmobiliario acreditado como por ejemplo la lonja de la ciudad en la que se encuentra cada activo.
  En línea con lo anterior, para efectos de avanzar en una potencial enajenación de la participación accionaria de la Nación en SPN, no es razonable asumir un valor de la compañía en un escenario de liquidación con la metodología propuesta para calcular el valor de los activos fijos,

sin que un experto en el área, confirme la pertinencia de los valores propuestos por CIP.

De esta forma, para efectos de analizar la consistencia del valor de mercado de SPN en el marco de un posible proceso de enajenación, Valfinanzas considera necesario que se contrasten los valores de los activos inmobiliarios propuestos por CIP con los estimados mediante avalúos oficiales recientes, desarrollados por avaluadores calificados en esta materia. idóneos.

- Deudores Local: el ejercicio de CIP definió una reducción del valor de las cuentas por cobrar de deudores locales en 10%; no obstante, no se identificó una justificación rigurosa de ese parámetro. Se sugiere documentar con mayor detalle la manera como se obtuvo dicho valor.

- Deudores Exterior: el ejercicio de CIP definió una reducción del valor de las cuentas por cobrar de deudores del exterior en 30%; no obstante, no se identificó una justificación rigurosa de ese parámetro. Se sugiere documentar con mayor detalle la manera como se obtuvo dicho valor.

- Cuentas por pagar: el ejercicio de CIP definió un plazo de cuatro meses para el pago de las cuentas por pagar con los proveedores; no obstante, no se identificó una justificación rigurosa de ese parámetro. Se sugiere documentar con mayor detalle la manera como se obtuvo dicho plazo.

- Liquidación de nómina: el ejercicio desarrollado por CIP en la hoja "Indemnizaciones" del modelo de valoración se encontró que los valores base de nómina corresponden a los observados durante el año 2015. No obstante, existe una inconsistencia de formulación en el ajuste por inflación de valores base de nómina para el año 2016. Puntualmente, la celda D22 de la hoja "Indemnizaciones" no reconoce el ajuste inflacionario entre 2015 y 2016.

3.3.2. Forma

A. Costos y Gastos - OPEX

- Información Financiera para proyección: Informe vs. Herramienta de Simulación

La Herramienta de Simulación fue modificada por CIP para recoger las apreciaciones compartidas previamente por Valfinanzas. Así, los ajustes resultan en cambios que afectan las distintas tablas relacionadas en los informes que explican la valoración realizada.

En el Quinto Informe se identifican las siguientes Tablas, Ilustraciones o apartados que difieren del contenido incorporado en la Herramienta de simulación:

- Ilustración 2 Comportamiento líneas masivos y documentos 2013 – 2015
- Apartado de explicación de ingresos de Documentos: no indica que esta línea se está conservando en términos reales; por el contrario la redacción sugiere que "se estableció una tendencia decreciente en términos reales" consistente con la los resultados esperados para el sector por la UPU.
- Tabla 12 Explicación Egresos
- Tabla 13 Montos identificables a las líneas de negocio 2013 – 2015
- Tabla 14 Costos de cuentas no asignables a líneas de negocio 2013 – 2015, que adicionalmente incluye aquellas cuentas del OPEX que ya fueron asignadas a cada línea de negocio (costo Identificado o Estándar Variable) de la Tabla 13
- Porcentaje de Publicidad, Comisión, Honorarios y Servicios, página 51
- Proyección de costos fijos: "asociado al ajuste por inflación", página 51, o ajuste incluyendo relación del el SMMLV y el costo de transporte de carga con la inflación, página 55, vs. la formulación de costos y gastos fijos

En la sesión del 24 de octubre de 2016, CIP mencionó que las versiones definitivas de las tablas debían ser consecuentes con los valores de la Herramienta de Simulación y que posiblemente resulta de una imprecisión en la actualización de las tablas con la última versión del modelo financiero. Para mayor trazabilidad de la información y claridad en los parámetros utilizados, los datos contenidos en el Cuarto Informe y el Quinto Informe deben ser consecuentes con aquella que se está utilizando en la valoración.

3.3.3. Diferencia Conceptual

A. Ingresos

- General – Estacionalidad semestral

En las 3 oportunidades previas donde Valfinanzas compartió apreciaciones sobre la valoración de SPN, se sugirió incorporar la estacionalidad semestral de los ingresos con el ánimo de recoger posibles impactos sobre el valor como resultado de: i) la fecha de la valoración es 30 de junio de 2016, de manera que sólo incluye el Flujo de Caja Libre de la Firma (FCLF) generado en el segundo semestre de ese año, y ii) la vigencia de la concesión a SPN como Operador Postal Oficial finaliza

el 8 de julio de 2024[12]/, luego los posibles ingresos generados por el contrato a partir del segundo semestre de 2024 se excluyen del cálculo.

En la versión final del Quinto Informe se presenta la proporción de los ingresos observados a junio de 2016 del total anual proyectado en la Herramienta de Simulación y, a partir de lo anterior, se menciona que con excepción de 3 líneas de servicio, los otros ingresos tenían un "*adecuado ajuste medido como una baja dispersión entre las cifras*". Así, conserva el análisis sin estacionalidad para las líneas de servicio Casillero Virtual, Gastos Terminales y Gestión Documental, explicado en que solo hay información para una serie corta con alta dispersión por varios motivos, sin precisar la longitud de tiempo[13]/. Además, para casillero virtual pareciera reconocerse una mayor generación hacia el segundo semestre pero no se considera porque se afirma que en 2016 se podría alcanzar el valor proyectado de forma anual.

Si se utiliza la información de los archivos "*INGRESOS POR SEGMENTO 2013-2014*" y "*Memoria de Calculo*"[14]/, es posible obtener una aproximación a las Matrices de Transformación anuales y semestrales de 2013 y 2014[15]/, y por tanto, evaluar la estacionalidad promedio entre 2013 y 2015. Como se observa en la siguiente tabla, se observa que podría existir una estacionalidad mayor en el segundo semestre para Gastos Terminales, Paquetería, Gestión Documental y Casillero Virtual.

ESTACIONALIDAD	% Ingresos en Semestre II			Promedio	
Línea de Servicio	2013	2014	2015	Semestre 2	Semestre 1
Documentos	52%	54%	54%	53%	47%
Masivos	47%	47%	49%	48%	52%
Paquetería	94%	76%	62%	76%	24%
Gestión Documental	67%	48%	68%	60%	40%
Servicios Financieros Postales	52%	25%	50%	40%	60%
Casillero Virtual	64%	63%	51%	59%	41%
Servicios Internacionales	45%	55%	62%	54%	46%
Franquicia Postal y Telegráfica	54%	53%	58%	55%	45%
Gastos Terminales	22%	29%	14%	21%	79%

[12]/ Conforme con lo indicado en los Informes Cuarto y Quinto de CIP.
[13]/ Ver capítulo 3.2.5 del Quinto Informe. Págs. 43 y 44.
[14]/ Archivos preparados por SPN o CIP en su análisis y entregados por FONADE a Valfinanzas. Se entiende que corresponden a información utilizada por CIP en la valoración.
[15]/ Con ocasión de cambios en las cuentas contables donde se asignan los ingresos, hay algunas cuentas que no pueden asignarse en las Matrices de Transformación de 2013 y 2014 puesto que no están asignadas a alguna línea de negocio en los archivos "*Segundo Semestre (Deficit MINTIC)*" o "*Memoria de Calculo*". El valor agregado de las cuentas no asignadas es menor al 1% del total de ingresos en ambos años, de manera que se considera que el análisis a partir de esta información es razonable.

ESTACIONALIDAD	% Ingresos en Semestre II			Promedio	
Línea de Servicio	2013	2014	2015	Semestre 2	Semestre 1
SPU	55%	50%	60%	55%	45%
Total general	54%	51%	60%	55%	45%

Fuente: i) FONADE - SPN. "INGRESOS POR SEGMENTO 2013-2014", ii) FONADE - SPN, iii) CIP. "*Memoria de Calculo*". "Segundo Semestre (Deficit MINTIC)". Elaboración: Valfinanzas.

Con la información disponible, se identifica que existe una estacionalidad en el segundo semestre del año para la mayoría de líneas de servicio, excepto para Masivos, Servicios Financieros y Postales y Gastos Terminales. En consecuencia, Valfinanzas considera razonable incorporar la estacionalidad de cada línea de servicio para estimar la proyección de ingresos del año de 2016, así como para determinar la proporción de los ingresos anuales que se consideran en los FLCF de 2016 y 2024.

- Masivos – Escenario Base vs. Expectativas Administración

En la simulación financiera de una empresa es adecuado analizar en detalle las expectativas del mercado y planes de la administración de la empresa, de manera que los parámetros utilizados recojan una evaluación detallada del enfoque que está aplicando la dirección y la realidad empresarial.

En varias oportunidades se sugirió explicar en los informes de valoración las diferencias entre los parámetros utilizados para Masivos y las expectativas de la administración.

Para reflejar esta solicitud, CIP incorporó una sensibilidad al crecimiento anual proyectado para Masivos que recoge para todos los años de proyección la expectativa optimista de la administración, que puede ser considerada como optimista. Es preciso resaltar que el 24% de crecimiento anual fue definido para el plan estratégico de 2016 de SPN, de manera que considerar un crecimiento de esa magnitud por 9 años consecutivos en un mercado con tendencia decreciente, puede resultar poco razonable. En consecuencia, Valfinanzas encuentra razonable ajustar los parámetros y supuestos de esta sensibilidad para que incorpore la expectativa de la administración como fue planteada.

- Paquetería – Escenario Base y Sensibilidades

Uno de los elementos fundamentales para obtener una valoración razonable consiste en la consistencia y solidez de los parámetros de proyección. Así, los parámetros deben recoger las expectativas del mercado y planes de la administración de la empresa, la ejecución parcial del año y tener consistencia con otros supuestos de proyección utilizados en la herramienta.

En el escenario base, la valoración considera que la línea de servicio paquetería crece al 29% real anual en su hasta el 2018 y en adelante al 3,1% real anual. Además, para recoger apreciaciones previas de Valfinanzas, tiene dos sensibilidades a -15% y +15% real anual hasta el 2018 sobre el escenario base, de manera que máximo crecería al 43% real anual.

No obstante, este crecimiento es menor al proyectado para las ventas de esta línea de negocio por la administración según el Plan Estratégico 2016: 72% nominal anual, equivalente a 62% real anual con la inflación prevista en la Herramienta de Simulación. Además, también es menor frente al crecimiento del primer semestre de 2016 frente al mismo periodo del año anterior: 71% nominal.

Sobre estos hallazgos, CIP respondió que: "*Al validar las últimas cifras (I semestre de 2016) se observan dos efectos que al consolidar las tendencias permiten considerar que el parámetro es razonable: Si se observa el crecimiento del primer semestre de 2015 frente al primer semestre de 2.016, se observa un valor de crecimiento real del 62%, lo que en consonancia con las proyecciones de la administración obligaría a revisar el valor inicialmente previsto. Sin embargo, si se observa el segundo semestre de 2015 versus el primero de 2016, el crecimiento real es nulo. Esta condición, aunada a que la serie de tiempo objeto de análisis es muy corta, permite afirmar que el 29% definido como parámetro es un punto medio de proyección, que recoge las 2 alternativas…*"[16]/.

Al respecto, a partir del archivo "*INGRESOS POR SEGMENTO 2013 - 2014*" y utilizando las cuentas contables de ingresos asignadas a cada línea de servicio para la construcción de la Matriz de Transformación de 2015 y 2016[17]/, se pueden obtener los ingresos anuales y semestrales para Paquetería de dichos años:

INGRESOS PAQUETERÍA 2013 - 2016 ($ Millones)							
AÑO	**2013**		**2014**		**2015**		**2016**
Ingresos	5.249		17.900		27.207		
% anual			241%		52%		
Semestre	1	2	1	2	1	2	1
Ingresos	336	4.913	4.317	13.583	10.259	16.948	17.526
Estacionalidad	6%	94%	24%	76%	38%	62%	
% semestral		1361%	-12%	215%	-24%	65%	3%
% mismo semestre			1184%	176%	138%	25%	71%

[16]/ Ver Capítulo 3.2.5. del Quinto Informe de CIP o Numeral 33 del archivo "*Revisión matriz Valfinanzas (MARTES)*" de CIP.

[17]/ Con ocasión de cambios en las cuentas contables donde se asignan los ingresos, hay algunas cuentas que no pueden asignarse en las Matrices de Transformación de 2013 y 2014 puesto que no están asignadas a alguna línea de negocio en el archivo "*Segundo Semestre (Deficit MINTIC)*". El valor agregado de las cuentas no asignadas es menor al 1% del total de ingresos en ambos años, de manera que se considera que el análisis a partir de esta información es razonable.

Fuente: i) FONADE - SPN. "*INGRESOS POR SEGMENTO 2013-2014*"; ii) FONADE - SPN. "*Segundo Semestre (Deficit MINTIC)*" y iii) Herramienta de Simulación.
Elaboración: Valfinanzas.

De lo anterior, se identifica que la evolución de Paquetería difiere de la descrita por CIP:

- Hay una estacionalidad pronunciada en el segundo semestre para 2013, 2014 y 2015: en promedio es del 76%, siempre ha sido mayor al 60% y tiene tendencia decreciente; y
- Entre 2014 y 2016, los ingresos del primer semestre de cada año son cercanos o menores al del segundo semestre del año anterior, pero se observó un crecimiento alto en el segundo semestre que refleja la estacionalidad y acumula crecimientos anuales mayores al 50%, representando una la tendencia al alza de las ventas.

En ese sentido, dado el crecimiento año corrido del 71% en el primer semestre de 2016, la estacionalidad promedio y el mayor crecimiento observado en el segundo semestre, podría resultar razonable considerar el 72% de aumento en ventas para 2016 que estima la administración de SPN. Así, Valfinanzas considera razonable incorporar este análisis en la definición del parámetro de crecimiento de los ingresos de Paquetería, de manera que esté alineado con el supuesto de alcanzar el 12% de ese mercado en 2018.

- Ingresos por Subsidio del SPU

Uno de los elementos fundamentales para obtener una valoración razonable consiste en la consistencia y solidez de los parámetros de proyección. Así, los parámetros deben ser consecuentes con la información histórica y las expectativas del mercado, de manera que reflejen de forma apropiada la realidad del negocio.

Para atender las apreciaciones previas de Valfinanzas y con el ánimo de reflejar la naturaleza del Subsidio que recibe SPN, como la parte de los costos por la prestación de servicios del SPU que no alcanza a ser cubierta por los ingresos recibidos por el cobro de tarifas a los clientes, la versión final del modelo financiero calcula este ingreso así:

$$Subsidio_{\text{año } i} = Ingresos\ Negocio\ SPU_{\text{año } i} - Costos\ Negocio\ SPU_{\text{año } i}$$

Si bien la formulación del ingreso por Susidio es consecuente con su naturaleza, su resultado se ve significativamente influenciado por la falta de un costeo ABC por línea de negocio en SPN y la consecuente asignación y estimación del OPEX de la línea de negocio SPU utilizada en la Herramienta de Simulación. Por lo anterior, como medida de razonabilidad resulta apropiado comparar el ingreso por Subsidio que se habría recibido en el pasado de aplicarse la aproximación al costo utilizada en el modelo financiero, con el valor efectivamente recibido. Dado que la metodología para determinar este déficit fue modificada a partir del segundo

semestre de 2015, a continuación se presentan los resultados semestrales desde ese periodo a junio de 2016:

SUBSIDIO: Simulación vs. Real ($ Millones corrientes)		
Periodo	**2015 II**	**2016 I**
Ingresos por línea SPU Total (T)	14.646	15.022
Subsidio Real (S)	9.992	10.231
Ingresos por Negocio SPU sin Subsidio (I = T - S)	**4.654**	**4.790**
OPEX Identificado SPU (A = I x E)	7.110	7.293
Ingresos SPU con subsidio (T)	*14.646*	*15.022*
Estándar variable (E)	*48,5%*	*48,5%*
Otros Costos (B = O - G)	5.993	5.325
OPEX del SPU (O)	*6.897*	*6.654*
Gastos del SPU (G)	*904*	*1.329*
Costo Negocio SPU (A+B)	**13.103**	**12.618**
= Subsidio Método Simulación	**8.449**	**7.827**
Observado con Metodología MINTIC - SPN	**9.992**	**10.231**
Diferencia absoluta	-1.543	-2.404
Diferencia relativa	-15,4%	-23,5%

Fuentes: i) CIP. Herramienta de Simulación versión final, Quinto Informe versión final y archivo "*P&Gs*" recibido el 3 de agosto de 2016. ii) FONADE - SPN. "Balance Prueba Terceros Nivel 8-2015" y "*Balance por Terceros a Junio 2016*". Elaboración: Valfinanzas

Como se aprecia de la tabla anterior, con la metodología aplicada se encuentra un Subsidio que en promedio sería un 19,5% menor al que recibió SPN en el segundo semestre de 2015 y el primero de 2016. En consecuencia, las proyecciones del EBITDA hasta el 2024 podrían estar subestimadas y explicar la caída que se observa en este indicador frente a su evolución histórica, así:

EBITDA Y MARGEN HISTÓRICO VS. PROYECTADO ($ Millones corrientes)													
	2013	2014	2015	jun-16	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	jun-2024
EBITDA*	40.597	26.900	27.708	8.442	20.980	29.256	34.665	30.243	33.191	36.562	40.110	44.379	23.595
EBITDA sin Subsidio	25.847	6.980	8.693	-1.788	3.150	12.977	17.211	12.331	14.793	17.568	20.491	24.123	13.116
Subsidio	14.750	19.920	17.492	10.231	7.599	16.279	17.455	17.912	18.398	18.994	19.620	20.256	10.479
% Ingresos NO OPO					38%	40%	42%	42%	43%	43%	43%	44%	44%
EBITDA NO OPO						6.610	9.837	7.559	8.247	9.110	10.042	11.127	5.918
Crecimiento anual							*49%*	*-23%*	*9%*	*10%*	*10%*	*11%*	
EBITDA OPO						309	6.367	7.374	4.773	6.546	8.458	10.449	12.996
Crecimiento anual							*16%*	*-35%*	*37%*	*29%*	*24%*	*24%*	
Margen EBITDA 2011	14,3%												
Margen EBITDA 2012	7,1%												
Margen EBITDA	17,4%	10,2%	10,3%	5,8%	7,3%	9,2%	10,1%	8,4%	8,7%	9,1%	9,5%	9,9%	10,0%
Margen EBITDA Promedio 11-15	11,9%				9,11%								
Margen EBITDA Sin Subsidio	**11,7%**	**2,9%**	**3,5%**	**-1,3%**	**1,2%**	**4,3%**	**5,3%**	**3,6%**	**4,1%**	**4,6%**	**5,1%**	**5,6%**	**5,8%**
Marginal Subsidio	**5,7%**	**7,3%**	**6,8%**	**7,1%**	**6,1%**	**4,6%**	**4,5%**	**4,7%**	**4,6%**	**4,5%**	**4,4%**	**4,3%**	**4,3%**

* Excluye el ingreso o egreso por diferencia en cambio.
Fuentes: CIP. Herramienta de Simulación. Elaboración: Valfinanzas

En la tabla anterior se presenta la evolución del EBITDA, permitiendo entender que hay un crecimiento de los ingresos del No OPO y de su aporte al EBITDA Total, situación consecuente con los parámetros de crecimiento utilizados en la herramienta de simulación. Sin embargo, el Margen EBITDA promedio proyectado es menor que el promedio histórico en 276 puntos porcentuales, los cuales parecerían estar asociados a un aporte del Subsidio al EBITDA de 1,90% menos que en el promedio de 2013-2015, mientras que el indicador excluyendo el ingreso por Subsidio crece en valor absoluto y relativo.

De igual forma, si se observan los ingresos del segundo semestre de 2015 y el primero de 2016 se encuentra que el Subsidio fue 2,15 y 2,14 veces los ingresos por la línea de negocio SPU. Ahora, si se utiliza esa medida para evaluar la proyección de los ingresos por este concepto, el Margen EBITDA proyectado promedio sería de 10,27%.

Lo anterior cobra especial relevancia en la medida en que la metodología mediante la cual el ejercicio realizado por CIP para calcular los costos y gastos asociados al SPU difiere del actualmente implementado por SPN y el MINTIC para la liquidación periódica del subsidio. Al usar la metodología propuesta por CIP en el cálculo del valor esperado del subsidio para el escenario base de valoración se está suponiendo que en adelante, SPN y el MINTIC desistirán de seguir implementando la fórmula actual y adoptaran la propuesta por CIP.

En línea con lo anterior, Valfinanzas considera razonable replantear la asignación y parámetros del costo que impactan el cálculo del Subsidio, de manera que este ingreso sea consecuente con la evolución histórica y la dinámica actualmente implementada por SPN y MINTIC para su estimación.

B. Balance General

- Activos fijos - Bienes raíces: cálculo del valor del lote de la planta en Bogotá

Al tratarse de la valoración de un activo público, como es el caso de SPN, es importante contar con todo el soporte que permita justificar los resultados obtenidos.

En el caso de la valoración de una empresa en marcha o proyecto, cuyo valor está en función de los flujos de caja que genere, las bancas de inversión típicamente aplican metodologías ampliamente sustentadas y soportadas en la teoría financiera. Cuando se trata de la estimación del valor de activos inmobiliarios, es razonable contar con conceptos adicionales o información que soporte cada uno de los parámetros incluidos dentro de su cuantificación.

Puntualmente, en el ejercicio de valoración desarrollado por CIP, uno de los elementos que tiene mayor impacto en los resultados finales consiste en la venta del lote de Bogotá en donde SPN tiene su sede central, toda vez que CIP lo considera no esencial (numeral 3.2.13 del Informe 5 de CIP). Ahora bien, la aproximación al valor del lote se fundamentó en un procedimiento desarrollado por CIP descrito en el Informe 5 de su consultoría, mas no en un avalúo reciente.

La inexistencia de un avalúo oficial conlleva a que el valor que se le esté asignando al lote en la valoración pueda estar alejado de su valor de mercado, elemento que podría conllevar a una diferencia sustancial en el valor final de SPN. Por lo anterior, resulta imprescindible contar con un avalúo oficial reciente, desarrollado por un avaluador certificado por la lonja, de tal forma que pueda sustentarse con

fundamento ante cualquier ente.

C. Valoración

- Crecimiento a perpetuidad vs. cambio en capital de trabajo para el valor residual

El valor terminal de SPN estimado por CIP tiene dos parámetros clave objeto de análisis en la presente apreciación, que son: i) crecimiento a perpetuidad y ii) cambio en capital de trabajo.

Por un lado, la tasa de crecimiento a perpetuidad fue definida como 0% nominal, tal como se observa en el numeral 3.2.14 del Informe 5 de CIP. De otro lado, el cambio en capital de trabajo a perpetuidad fue estimado como el 2% de los ingresos operacionales proyectados para el 2025 (celda O139 de la hoja “Flujo de Caja Año” del modelo financiero).

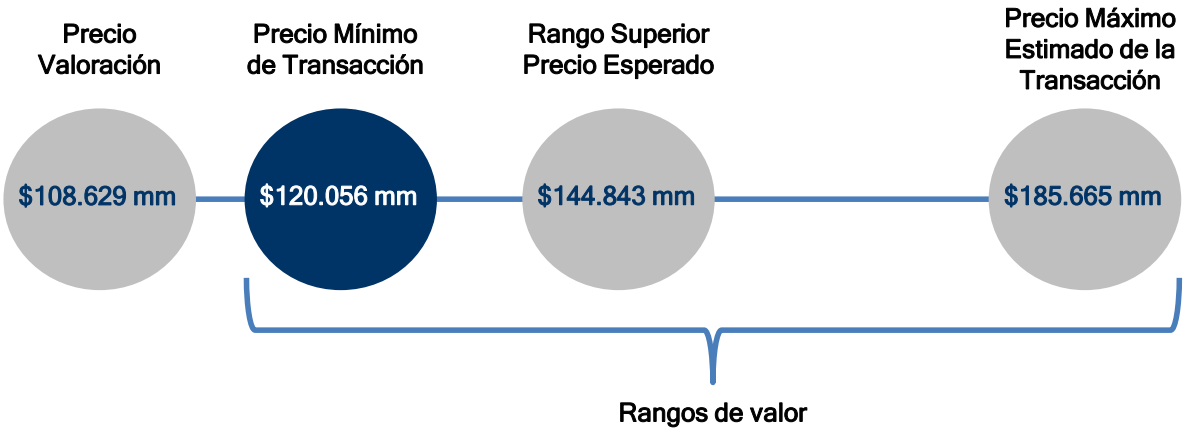
El hecho de definir una tasa de crecimiento a perpetuidad de 0% nominal implica que en términos reales el negocio decrecerá del año 2025 en adelante. Así las cosas, no es razonable suponer que el negocio a perpetuidad demandará cada año un mayor capital de trabajo que el año anterior sin que exista un cambio en la política de cuentas por cobrar, inventario, cuentas por pagar y demás variables que afecten el capital de trabajo.

Para guardar la consistencia de los dos elementos mencionados en la estimación del valor a perpetuidad, se sugiere considerar dos escenarios: i) conservar el crecimiento a perpetuidad en 0% nominal pero no proyectar un incremento en el cambio en el capital de trabajo, y ii) conservar la formulación del cambio en capital de trabajo suponiendo una tasa de crecimiento a perpetuidad positiva.

4. Análisis Rango de Valor

En el capítulo 4.3 del Informe 5 de CIP, se definen los rangos de valor de SPN como resultado del ejercicio de valoración. En síntesis, CIP estableció cuatro valores clave, los cuales se presentan en el siguiente esquema:

Ilustración 4: Rango de valor propuesto por CIP



Fuente: Valfinanzas.

Es preciso mencionar que los valores contenidos en los círculos grises obedecen a un ejercicio de valoración de SPN como negocio en marcha; esto es, mediante el descuento de los Flujos de Caja Libre de la Firma proyectados. Por su parte, el valor contenido en el círculo azul obedece a una aproximación al valor mediante el cálculo del patrimonio ajustado.

En la medida en que el valor del patrimonio ajustado calculado por CIP es superior al valor base obtenido mediante el descuento de los Flujos de Caja Libre de la Firma, CIP concluyó que el rango racional de transacción debe comenzar en con el valor del patrimonio ajustado.

En línea con lo anterior, el rango de valor sugerido por CIP está dado entonces por la aplicación de dos aproximaciones metodológicas, así:

- Límite inferior del rango: calculado mediante el valor del patrimonio ajustado.
- Límite superior del rango: calculado mediante el descuento de los Flujos de Caja Libre de la Firma proyectados.

En consecuencia, el análisis del rango de valor conlleva al análisis de la implementación de CIP de las dos metodologías, lo cual, como se explicó en detalle

en el capítulo 3 del presente Documento, según el criterio de Valfinanzas presenta debilidades.

En el caso del cálculo del valor bajo la aproximación de patrimonio ajustado, se identificaron las siguientes debilidades:

- Activos fijos: el ejercicio de realización de los activos inmobiliarios puede no ser acertado. .
- No se soportan con profundidad las fuentes de:
  - 10% de la cuenta de Deudores Locales
  - 30% de la cuenta de Deudores Exterior
  - 4 meses de plazo para el pago de las cuentas por pagar con proveedores
- No es precisa la formulación del valor de liquidación de la nómina.

En el caso del cálculo del valor bajo la metodología de Flujos de Caja Libre de la Forma descontados, en criterio de Valfinanzas se identificaron las siguientes debilidades y oportunidades de mejora:

- Soportar fuentes del concepto Presupuesto General Disponible COPS DIC 2015.
- Diferencias en valores históricos relacionados en los informes frente a los utilizados en la Herramienta de Simulación para Servicios Internacionales, Gastos Terminales y Casillero Virtual.
- Explicar diferencias entre parámetros utilizados para el crecimiento de Paquetería a partir de 2018 y la información divergente de fuentes públicas incorporadas en el informe.
- Soportar y documentar los supuestos para la Matriz de Transformación Anual y los ingresos que permiten explicar la desaparición del ingreso por Convenio CODE y la asignación del 100% del ingreso por el servicio de Gestión Documental al negocio "*Gestión Documental y CAD (Residual)*".
- Documentar elementos considerados para excluir Casillero Virtual y Servicios internacionales del cálculo de la Diferencia en Cambio, y solo considerar los ingresos por Gastos Terminales.
- Valores contables utilizados como base de proyección presentan diferencias con los estados financieros auditados que no están documentadas ni explícitamente indicadas en los informes ni en la Herramienta de Simulación.
- Soportar la selección del 2015 como año de referencia para determinar los parámetros del OPEX.
- OPEX "*Logística Variable*": Falta de trazabilidad en la estimación de parámetros y la Matriz de Asignación base para su determinación no está soportada.

- Soportar la razonabilidad de un costo variable de Servicios Internacionales tipo SPU menor al del tipo Físico No SPU.
- Documentar y soportar la política de vehículos.
- Diferencias entre Información Financiera para proyección indicada en el informes vs. la utilizada en Herramienta de Simulación
- Exclusión de la estacionalidad semestral que evidencia la información disponible para determinar la proporción de los ingresos anuales que se consideran en los FLCF de 2016 y 2024.
- Ingresos por Masivos: En el escenario alternativo se aplica por 9 años consecutivos la expectativa de la administración para 2016 en un mercado con tendencia decreciente.
- No se identifica que la proyección de ingresos para el segundo semestre del año 2016 considere el crecimiento del 71% observado a junio para Paquetería, el cual confirma las expectativas de la administración de SPN, así como tampoco la estacionalidad promedio y el mayor crecimiento observado en el segundo semestre vs. el primero entre 2013 y 2015.
- Como resultado de la metodología de costeo y proyección del OPEX utilizada, el Ingreso por Subsidio SPU proyectado difiere de su evolución y relevancia histórica en el EBITDA de SPN, de manera que parece estar subestimado.
- La formulación de Sobretasa de CREE aplica la deducción de $800 millones con rezago de un año.
- Valores proyectados para segundo semestre de 2016 difieren de la proyección anual menos la ejecución a junio.
- El crecimiento de ingresos de Casillero Virtual no está indexado a la variación de la población de cada año, sino a la correspondiente a 2016.
- La formulación de los ingresos por Servicios Internacionales en USD supone un rezago en la aplicación del crecimiento sobre la porción correspondiente al Subsidio SPU asignado.
- La incidencia de Publicidad, Comisión, Honorarios y Servicios esta sobre-estimada como consecuencia de la expresión de sus componentes en unidades monetarias de diferentes momentos de tiempo.
- La formulación no estima los gastos de Publicidad, Comisión, Honorarios y Servicios asociados a los Ingresos de la línea de servicio SPU distintos del Subsidio.
- El GMF está subestimado al excluir el gravamen asociado a los egresos por OPEX.
- El Impuesto a la riqueza de 2017 no incorpora la información la liquidación real de 2016 y su formulación debe recoger el parágrafo 4 del artículo 4 y el artículo 5 de la Ley 1739 de 2014.
- El FCLF de 2017 debe considerar el egreso por el pago del impuesto de renta, CREE y su sobretasa causado por la utilidad de todo el año 2016, no sólo del segundo semestre.

- El valor de los activos no operativos, entre los que se resalta el valor del lote de Bogotá, debe basarse en avalúos recientes preferiblemente abalados por una entidad como la lonja.
- El valor de liquidación de la nómina del negocio OPO presente inconsistencias de formulación.
- El cálculo de las depreciaciones de los activos fijos no obedece a la metodología de reducción de saldos.
- El concepto del experto tributario no especifica si las normas contables y el Estatuto Tributario permiten depreciar la totalidad de los activos de SPN durante la vigencia del contrato de concesión, pese a que no todos los activos están asociados a la concesión.
- No se incluyó el “mid year” para normalizar la generación mensual de caja en el modelo que tiene una periodicidad anual.
- La formulación de la caja mínima está generando un doble impacto en el valor de SPN.
- No existe coherencia entre la tasa de crecimiento a perpetuidad y la formulación del cambio en capital de trabajo par el valor residual.

5. Conclusiones

Durante el desarrollo contractual, Valfinanzas implementó una metodología de trabajo que permitió sentar las bases para asegurar el adecuado desarrollo de la consultoría. Esto implicó la definición de un canal de comunicación entre los diferentes equipos y la secuencia de actividades encaminadas a recopilar, estudiar y analizar la información que fundamenta la valoración realizada por CIP.

Así, mediante las diferentes sesiones de trabajo y solicitudes de información ejecutadas en desarrollo de la consultoría, se profundizó en el entendimiento de Valfinanzas en relación con el ejercicio de valoración desarrollado por CIP.

Este entendimiento permitió poner a consideración de FONADE y CIP en diferentes ocasiones, un conjunto de apreciaciones organizadas por matrices que incluyeron el resumen de estudio y evaluación de la información recopilada. Así, se generó una dinámica en la cual CIP respondió a las apreciaciones y tuvo en cuenta las que consideró apropiadas para el ajuste de la valoración de SPN.

Lo anterior permitió realizar una evaluación final de los documentos definitivos de la valoración desarrollada por CIP. De esta forma, conforme el análisis realizado, la evaluación de la consistencia del modelo de valoración, el análisis de la razonabilidad de los parámetros y supuestos, y la aplicación de la metodología de valoración, Valfinanzas identificó que existen debilidades y oportunidades de corrección y precisión tanto en la herramienta de simulación como en los parámetros y supuestos utilizados, las cuales han sido plasmadas en el tercer capitulo del presente Documento.

En línea con lo anterior, Valfinanzas encuentra razonable el rango de valor que ha sido puesto a su consideración siempre que, al realizarse de manera adecuada todas las precisiones sugeridas en este informe, el rango de valor estimado por CIP no se vea modificado.

6. Anexos

Anexo No. 1: Acta de la reunión de inicio (medio magnético).

Anexo No. 2: Presentación de la reunión de inicio (medio magnético).

Anexo No. 3: Informe de valoración de SPN desarrollado por CIP (medio magnético).

Anexo No. 4: Acta de la sesión de trabajo del 25 de julio de 2016 (medio magnético).

Anexo No. 5: Acta de la sesión de trabajo del 1 de agosto de 2016 (medio magnético).

Anexo No. 6: Acta de la sesión de trabajo del 10 de agosto de 2016 (medio magnético).

Anexo No. 7: Acta de la sesión de trabajo del 11 de agosto de 2016 (medio magnético).

Anexo No. 8: Acta de la sesión de trabajo del 12 de agosto de 2016 (medio magnético).

Anexo No. 9: Acta de la sesión de trabajo del 18 de agosto de 2016 (medio magnético).

Anexo No. 10: Acta de la sesión de trabajo del 22 de septiembre de 2016 (medio magnético).

Anexo No. 11: Acta de la sesión de trabajo del 3 de octubre de 2016 (medio magnético).

Anexo No. 12: Acta de la sesión de trabajo del 24 de octubre de 2016 (medio magnético).

Anexo No. 13: Matrices resumen de estudio y evaluación desarrolladas por Valfinanzas (medio magnético).