

## RENTABILIDAD ESPERADA DEL CAPITAL PROPIO (Ke)

## Cómo evaluar la eficiencia del mercadeo con el costo del capital

- Estimamos que la rentabilidad esperada que debe tener el capital propio de una compañía promedio en Colombia se encuentra entre el 12,7% y el 15,4% e.a. con un nivel de confianza del 95%.
- La rentabilidad esperada del capital propio es un factor para evaluar proyectos. También puede usarse para evaluar si una empresa debe invertir en intangibles, en reducir costos financieros, o en otras medidas.
- Por ejemplo, con ayuda del Ke se puede identificar si una campaña de mercadeo enfocada en aumentar la retención de clientes genera más valor para una empresa que una estrategia para reducir costos financieros.

Nuestra estimación del valor más probable de la rentabilidad esperada del capital propio (Ke) de largo plazo (ej. más de 10 años) calculada en octubre de 2020 es de **14,06% efectivo anual** en pesos colombianos. Comparado con nuestro cálculo publicado en marzo de 2020 (**18,31%**), descendió **425 puntos básicos (pbs)**. El Ke actual exhibe una diferencia de **8,8 puntos porcentuales (pp)** sobre la rentabilidad que ofrecen los títulos locales del gobierno colombiano a largo plazo.

En el pasado discutimos por qué Ke es **un factor** para tener en cuenta en las decisiones de inversión. En este informe, discutimos por qué las **decisiones de inversión**, sobre todo en entornos de tasas bajas, deberían interesarle, además de a la dirección financiera, a otras áreas de su empresa como la de **mercadeo**.

Adicional a lo que normalmente publicamos en nuestros informes de Ke, en el presente documento usted encontrará:

- 1) Un método valoración de clientes que puede ser usado para medir el desempeño de compañías tecnológicas o campañas de mercadeo. ([pág. 6-7](#))
- 2) Un ejemplo sobre cómo usar este método y las estrategias que puede desarrollar a partir de esta valoración. ([pág. 7-10](#))

Ante la incertidumbre que se presenta en los mercados a nivel mundial, relacionada con diversos factores como: la desaceleración mundial, la evolución del coronavirus o el cambio de gobierno en EE.UU.; es importante que se asesore de expertos que puedan aconsejarle en temas de riesgo, como la [Banca de Inversión de Corficolombiana](#).

El (los) analista(s) certifica(n) que ninguna parte de su compensación es, ha sido o será directa o indirectamente relacionada con una recomendación, Por favor revise la Certificación del Analista y otras advertencias importantes que se encuentran en la última página del presente informe.

# 12,7% - 15,4%

Rango de rentabilidad e.a. del capital propio

Respecto al promedio de 3 años el valor más probable es

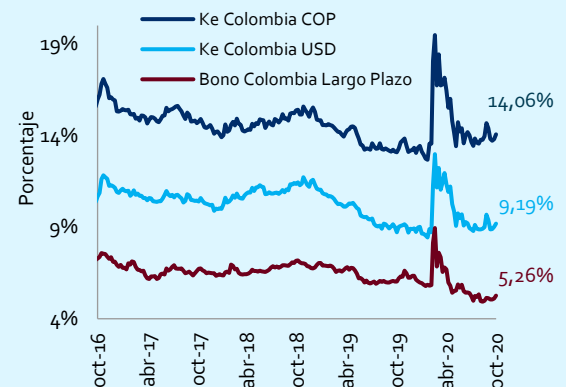
**BAJO MEDIO ALTO**

### Rentabilidad por componentes

Rentabilidad del capital propio (Ke)	
Tasa libre de riesgo	0,9%
Beta apalancado	1
Prima de mercado EEUU	4,9%
Prima de riesgo país COL	3,4%
<b>Rentabilidad Ke (USD)</b>	<b>9,2%</b>
Prima cambiaria	4,5%
<b>Rentabilidad Ke (COP)</b>	<b>14,1%</b>

Fuente: Eikon, cálculos Corficolombiana. Cifras redondeadas a 1 decimal.

### Comportamiento en los últimos 4 años



Fuente: Eikon, cálculos Corficolombiana 30 de octubre de 2020

Investigaciones Económicas Corficolombiana  
[www.corficolombiana.com](http://www.corficolombiana.com)

**Daniel Espinosa Castro**  
 Analista de Finanzas Corporativas  
 (+57-1) 3538787 Ext. 6191  
[daniel.espinosa@corficolombiana.com](mailto:daniel.espinosa@corficolombiana.com)

**Sergio Consuegra Nigrinis**  
 Analista de Inteligencia Empresarial  
 (+57-1) 3538787 Ext. 6197  
[sergio.consuegra@corficolombiana.com](mailto:sergio.consuegra@corficolombiana.com)

**Rafael España Amador**  
 Director de Finanzas Corporativas  
 (+57-1) 3538787 Ext. 6195  
[rafael.espana@corficolombiana.com](mailto:rafael.espana@corficolombiana.com)

**Tabla 1. Rentabilidad esperada del capital propio histórica. Últimos 3 años en intervalos de 6 meses**

Componente (%)	Fecha	Dic 2017	Jun 2018	Dic 2018	Jun 2019	Dic 2019	Oct 2020
Tasa libre de riesgo		2,4	2,9	2,7	2,0	1,9	0,9
Prima de mercado EEUU		4,7	4,8	4,8	4,7	4,7	4,9
Prima de riesgo país Colombia		2,8	3,7	4,2	2,9	2,3	3,4
Ke USD		9,9	11,4	11,8	9,6	8,9	9,2
Prima cambiaria		3,8	3,3	3,5	3,5	4,0	4,5
Ke COP		14,1	15,0	15,7	13,5	13,3	14,1

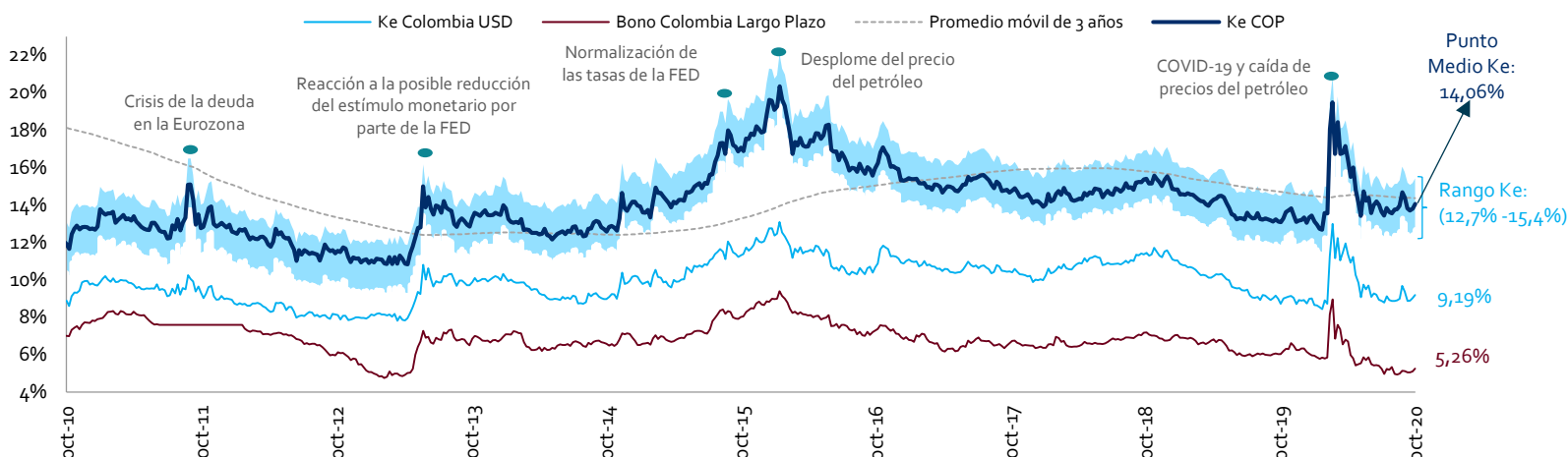
Fuente: Eikon, cálculos Corficolombiana. Cifras redondeadas a 1 decimal.

**Tabla 2. Factores relevantes que inciden sobre la rentabilidad del capital propio**

Componente	Variables con efecto importante
Tasa libre de riesgo	- Comportamiento de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos - Decisiones de la FED sobre la tasa de intervención
Prima de mercado EEUU	Se actualiza de forma de anual. Mide el riesgo de invertir en acciones en EEUU
Prima de riesgo país Colombia	- Perspectivas fiscales y económicas de Colombia - Turbulencia en el mercado internacional y apetito por riesgo de los inversionistas
Prima cambiaria	-Comportamiento del mercado de derivados de tasa de cambio

Fuente: Eikon, cálculos Corficolombiana.

**Gráfico 1: Comportamiento de la última década del rango la rentabilidad esperada del capital propio en Colombia**



Fuente: Eikon, cálculos Corficolombiana. Datos semanales. 30 de octubre de 2020

**Tabla 3. Sensibilidad de la rentabilidad esperada del capital propio al Beta apalancado**

Beta apalancado ( $\beta$ )	Tasa libre de riesgo (A)	Prima de mercado EE. UU. (B) = $\beta \times 4,87\%$	Prima de riesgo país Colombia (C)	R. del Capital Propio USD (E) = (A+B+C)	Prima cambiaria (D)	R. del Capital Propio en COP (F) = $(1+E) \times (1+D) - 1$
0,50	0,9%	2,4%	3,4%	6,7%	4,5%	11,5%
0,75	0,9%	3,7%	3,4%	8,0%	4,5%	12,8%
1,00	0,9%	4,9%	3,4%	9,2%	4,5%	14,1%
1,25	0,9%	6,1%	3,4%	10,4%	4,5%	15,3%
1,50	0,9%	7,3%	3,4%	11,6%	4,5%	16,6%
1,75	0,9%	8,5%	3,4%	12,8%	4,5%	17,9%

Fuente: Eikon, cálculos Corficolombiana. Cifras redondeadas a 1 decimal. Si desea más información sobre la metodología del CAPM haga clic [aquí](#)

## Cómo evaluar la eficiencia del mercadeo con el costo del capital

*Uno de los métodos más aceptados por financieros para valorar una empresa es usar la técnica de flujos de caja descontados. Pero, no es ni el único, ni el mejor. En casos de start-ups o empresas tecnológicas, como Amazon o Facebook, calcular cuánto vale cada cliente puede dar más información*

### 12% a 15%

es la rentabilidad objetivo que debería exigir un empresario por invertir en el patrimonio de una compañía con riesgo promedio en Colombia

Hemos actualizado nuestra estimación de la rentabilidad del capital propio ( $K_e$ ) para el mes de octubre de 2020 con la metodología establecida por el modelo de valoración de activos financieros (CAPM, por sus siglas en inglés) y encontramos que el punto medio de nuestro rango estimado ha caído cerca de **425 pbs** desde marzo de 2020, al pasar de **18,31%** a **14,06%**. A pesar de esta caída, la incertidumbre mundial en los mercados hace que sea difícil saber si la tendencia a la baja continuará o si habrá una reversión de este valor.

La prima cambiaria y la prima de riesgo país son los elementos que más contribuyeron a la reducción de **425 pb** desde el último informe [Liquidez: El Secreto para Disminuir el Costo del Capital Propio publicado en abril de 2020](#). La prima cambiaria, que mide el costo de la devaluación esperada, presentó una reducción de **160 pbs** entre marzo y octubre (de **6,1%** pasó a **4,5%**) debido a la reactivación de la economía global y la reducción de restricciones en la movilidad y la actividad económica.

### 425 pb

fue la caída de  $K_e$  respecto al informe de marzo. La caída se generó debido a la reactivación de las economías

La prima de riesgo país, que mide el riesgo relativo de Colombia y su mercado accionario, bajó **200 pbs** desde el último informe (de **5,4%** pasó a **3,4%**) debido a una reducción de la tasa de los *Credit Default Swaps* (CDS<sup>1</sup>) colombianos (ver [Gráfico 2](#)).

Por su parte, la tasa libre de riesgo se mantiene en niveles históricamente bajos debido a que tasas de los bonos del tesoro de los Estados Unidos descendieron **10 pbs** (caída de **1,0%** a **0,9%**) desde la última publicación, como se aprecia en el [Gráfico 3](#).

### 5 veces

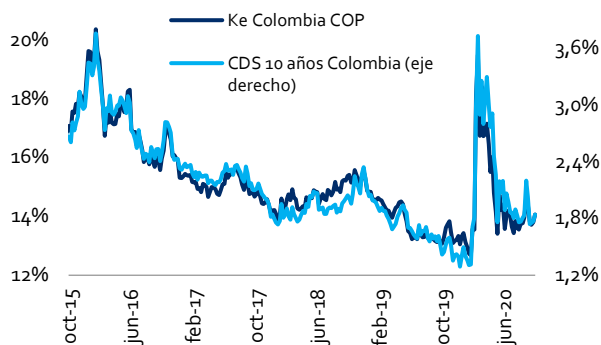
más rentable puede ser invertir en retener clientes que en reducir costos financieros

En [informes pasados](#), explicamos por qué usar nuestra estimación de la rentabilidad del capital propio es útil para decidir si se debería aceptar o no una inversión y cómo simular diversos escenarios que le permitan gestionar de forma más acertada su riesgo, lo cual es vital hacer en momentos de alta incertidumbre mundial como la que se vive actualmente. En esta ocasión queremos mostrarle por qué **retener al cliente apropiado** puede ser más valioso para su empresa que reducir otros costos, como los financieros. Pero tenga cuidado. **Retener clientes no es gratuito** y construir una marca puede ser un proceso largo y costoso. Sin embargo, bajo ciertas circunstancias, aumentar la retención de sus clientes puede ser hasta **5 veces más rentable**<sup>2</sup> que disminuir sus costos financieros. Al final, una campaña de mercadeo o de fidelización debería evaluarse como cualquier proyecto de inversión. La única diferencia es que en vez de enfocarse en el efectivo que deja la campaña, **debe centrarse en el dinero que deja cada cliente** o cada segmento de clientes. **En tiempos de tasas de interés históricamente bajas, el mayor retorno de su empresa puede estar en sus intangibles.**

<sup>1</sup> Un CDS es un instrumento financiero cuya tasa se relaciona con la probabilidad de que un gobierno no pague sus deudas.

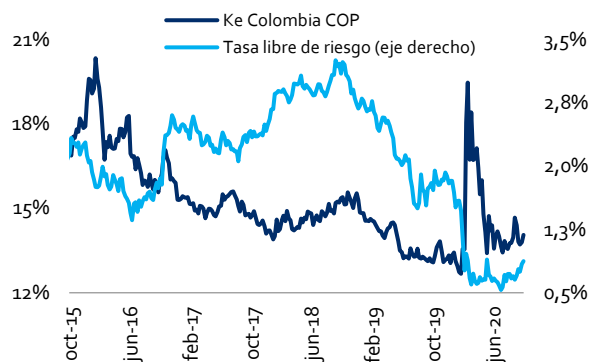
<sup>2</sup> Mirar anexo bibliográfico.

**Gráfico 2: Rentabilidad del capital propio y tasa de los Credit Default Swaps colombianos a 5 años**



Fuente: Eikon, cálculos Corficolombiana. 30 de octubre de 2020

**Gráfico 3: Rentabilidad del capital propio y tasa libre de riesgo 5 años**



Fuente: Eikon, cálculos Corficolombiana. 30 de octubre de 2020

*Advertencia: el costo del capital propio, aún en un mundo de tasas bajas, puede permanecer elevado si los inversionistas no tienen gran apetito por riesgo*

Para muchos analistas resulta sorprendente que, a pesar de la continua reducción de tasas de interés por parte de la reserva Federal o del Banco de la República, el costo del capital propio no descienda a niveles inferiores a los observados antes de la pandemia.

En diciembre de 2019 el rango del costo del capital propio estaba entre 11,89% - 14,61%. A pesar de que no podamos afirmar que el valor del costo del capital propio hoy sea diferente al de finales de 2019, dado que sus rangos se traslapan, sí podemos decir 3 cosas respecto a estos dos periodos: i) La tasa libre de riesgo cayó **100 puntos básicos (1,9% a 0,9%)**, ii) La prima de riesgo país Colombia aumentó **110 pb (2,3% a 3,4%)**, iii) La prima cambiaria aumentó **50 pb (4,0% y 4,5%)**.

Estos tres hechos nos muestran que la reducción de tasas de interés por parte de los bancos centrales alrededor del mundo no impacta de forma automática y directa otros factores de riesgo de la economía.

A modo de ejemplo, observe en el [Gráfico 4](#) el comportamiento del índice VIX<sup>3</sup> y el Ke. Cuando este índice se encuentra por niveles encima de 30 se interpreta que la incertidumbre reina en los mercados accionarios, lo que se asocia con momentos de dificultad económica.

A pesar de que las tasas de interés permanecen en niveles históricamente bajos en los Estados Unidos, la incertidumbre, que en este caso medimos con el VIX, no ha logrado retomar su nivel de finales de 2019 (**12,5-16,0**). De aquí que sugerimos tener cautela a la hora de tomar decisiones de inversión, pues como bien mencionamos en nuestro informe especial sobre "[Un mundo de tasas de interés bajas](#)": **aunque es posible que algunos activos de riesgo se valoricen, esta valorización no se materializará de forma súbita. No hay que confiarse en que el financiamiento económico logre reducir de forma efectiva los costos financieros para las empresas.**

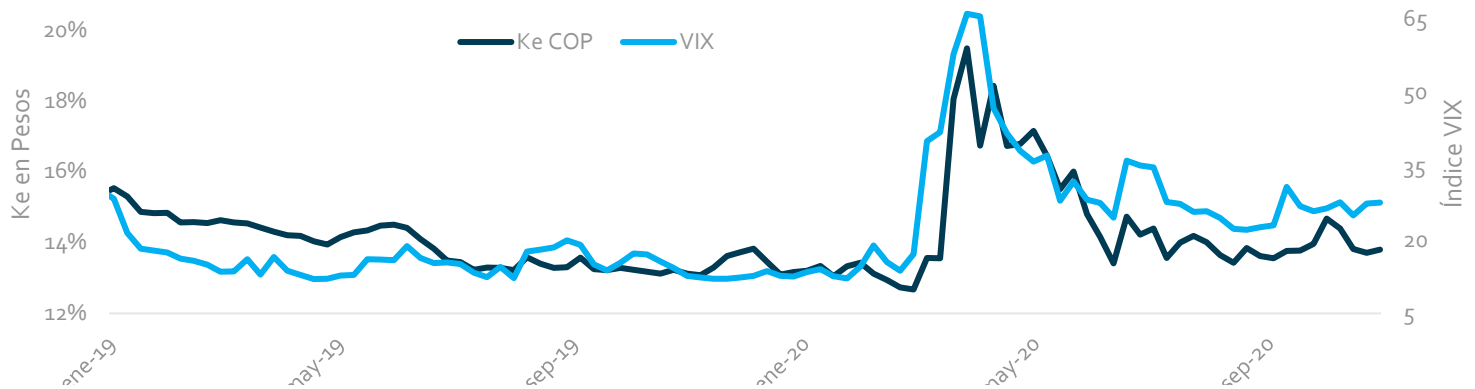
## 110 pb

*fue el aumento de Ke entre diciembre de 2019 y octubre de 2020 debido a la pandemia del COVID-19*

## El VIX & Ke

*se mantienen en niveles elevados respecto a 2019 a pesar de los niveles históricamente bajos de tasas de interés.*

<sup>3</sup> Conocido como el "Índice del Miedo", cuando este índice se encuentra sobre niveles de 30 se interpreta como una señal de que la incertidumbre reina en los mercados.

**Gráfico 4: Comportamiento del VIX y del Ke 2019-2020**


Fuente: Eikon y Yahoo Finance, cálculos Corficolombiana. Datos semanales. 30 de octubre de 2020

### Por qué la inversión en activos intangibles puede valer mucho más de lo que usted cree y cómo medir el desempeño de esta inversión

**DESCONTAR FLUJOS DE CAJA**  
*es una práctica de amplia aceptación que sirve para valorar empresas o proyectos*

Si no tiene claro en que invertir su dinero en un mundo de tasas bajas, siempre puede dirigir sus esfuerzos y recursos hacia sus **activos intangibles**. Aunque sabemos que contablemente estas inversiones se reflejan como un gasto en la mayoría de los casos, nunca se debe subestimar el reconocimiento de una marca, la cultura empresarial o la habilidad de sus empleados. ¿Se imagina qué pasaría con las utilidades de Coca-Cola sin su logo o de Google sin sus expertos en computación?

Aunque suena intuitivo que un empresario crea que el buen nombre de su compañía y su experiencia para cerrar negocios **valen oro**, la forma en la que se reflejan estos y otros intangibles en la contabilidad de las empresas parece una caja negra.

**EL COSTO DE LOS RECURSOS PROPIOS**  
*sigue en caída. Por ahora, parece ser un buen momento para iniciar proyectos, incluso en intangibles*

El modelo de **enfoque en el cliente** que siguen empresas como Amazon ayuda a “aclarar” esta caja negra, porque se descifra y revela el valor de cada cliente. El método de **Valor de Vida del Cliente (VVC)** lo ayuda a estimar si sus inversiones en activos intangibles, como la marca o las estrategias de mercadeo, lograron su cometido de añadir o no valor a su empresa al mirar si sus clientes le dejan más dinero durante su relación comercial.

Aunque en este informe le expondremos un ejemplo sencillo, queremos animarlo a que use la metodología que plasmamos en este documento y el valor de la rentabilidad del capital propio como **insumos básicos** que le permitirán visualizar el desempeño de su negocio desde una óptica diferente. Verá que este sencillo método le permitirá entender a sus clientes de forma diferente.

En el resto del informe encontrará: qué es y cómo se calcula el **Valor de Vida del Cliente**, por qué sirve para valorar algunas empresas y un ejemplo práctico que le servirá como guía para medir la rentabilidad de la inversión en sus activos intangibles.

## → DOS FORMAS PARA VALORAR PROYECTOS O EMPRESAS

Hemos insistido en la utilidad del VVC pero por ahora no le hemos dicho qué **ventajas** ofrece ante métodos tradicionales y por qué refleja el impacto de la inversión en intangibles. Para hacerlo, comparamos el método de Flujo de Caja Descotado con el VVC y podrá observar que son muy similares y que aportan **visiones complementarias** sobre el valor de las empresas. Ambos miran el dinero, pero uno hace énfasis en el cliente.

### i) **Forma Clásica: Descontar Flujos de Caja Agregados**

Un modelo que sirve para valorar proyectos o empresas que tiene amplia aceptación es el **Flujo de Caja Libre Descotado (FCD) para las firmas o sus accionistas**. Si suponemos que la empresa no crece, no tiene deuda y que todas sus ventas, costos y gastos se transforman automáticamente en efectivo, entonces, una simplificación se traduce en que

$$\text{Valor} = \text{Utilidad Neta} / K_e$$

Tenga en cuenta que a menor  $K_e$ , mayor el valor de una empresa o proyecto es mayor porque el costo de los recursos de financiamiento es más bajo.

### ii) **Forma Alternativa: El Valor de Vida del Cliente (VVC) -> por unidad de cliente**

**Una duda habitual** de los empresarios, financieros y gerentes es si realmente vale la pena trabajar y complacer a ciertos clientes, si se verá reflejado en las utilidades las campañas promocionales o si tiene sentido ofrecer bienes o servicios de forma gratuita con la esperanza de que en algún momento se vea la recompensa.

La buena noticia es que existe una fórmula intuitiva que, aunque no nos da una respuesta definitiva a estas preguntas, sí nos ayuda a encaminarnos en **la dirección correcta**. Solo necesita saber la utilidad que le deja un cliente, cuál es **la probabilidad de que deje de comprarle (Tasa de cancelación)** y **cuánto le costó adquirirlo**. Con estos elementos puede calcular el Valor de Vida del Cliente

$$\text{VVC} = \text{Utilidad por Cliente} / (\text{Tasa de cancelación} + K_e) - \text{Costo de Adquisición}$$

### **Si son parecidos, ¿cuál es la gracia?**

Si compara ambos métodos puede ver que ambos se centran en la utilidad y que a ambos les convienen los costos financieros bajos. ¿La diferencia? El método de **VVC** toma en cuenta dos factores que el método tradicional no. El primero, **el riesgo de perder un cliente** y el segundo, **el costo directo para atraerlo** representado como una inversión en vez de un costo. Esto puede generar una visión más realista del negocio.

### **No todo lo que brilla es oro...**

Aunque el VVC es un método que ofrece algunas ventajas respecto al tradicional, no es infalible. Predecir es difícil, por eso, no es raro que algunas empresas **sobreestimen** el número de clientes que lograrán adquirir o su capacidad de retenerlos y que esto genere

## UN MÉTODO ALTERNATIVO

para valorar sus clientes con una simple fórmula que le dará señales para aumentar la rentabilidad de sus clientes

## EL VVC

aunque usa información financiera, también requiere conocimiento más profundo sobre los clientes

## EL VVC

es una herramienta poderosa y de fácil uso, que le permite pensar en estrategias para no perder clientes

gastos excesivos o problemas de flujo de caja. Como todo modelo, debe usarse con precaución.

## → POR QUÉ SE HA VUELTO POPULAR

El esfuerzo que requiere conseguir la información adicional del método de VVC puede verse compensado a la hora de realizar proyecciones más creíbles y de explorar estrategias para atraer y retener clientes. Al tratar costos de publicidad y mercadeo como una inversión en sus intangibles, se logra tener una visión estratégica diferente.

### i) **Proyecciones más transparentes**

Para saber si Netflix, Uber, Amazon, Airbnb o startups tecnológicas serán empresas rentables o no en el futuro, basta con proyectar el número de clientes o usuarios que tendrán. Este método evita la necesidad de proyectar estados financieros y solo pide proyectar la cancelación, el margen y el número de clientes que se adquirirán a lo largo del tiempo. A veces **es más creíble** una predicción sobre cómo actuarán las personas que los números de las empresas. Pero como ya dijimos, también es factible tener exceso de optimismo sobre el crecimiento o sobre la tasa de cancelación de clientes, lo que sobreestimaría el valor de la empresa o proyecto.

### ii) **Estrategias corporativas desde otra óptica**

Bajo el análisis tradicional la recomendación para mejorar la rentabilidad de su compañía sería mejorar sus márgenes operativos o **reducir el costo del capital propio**. Esto puede llevar a políticas de recortes o de ajustes en capital de trabajo. Bajo la óptica del VVC otras estrategias pueden surgir como invertir en calidad del producto para reducir la cancelación o **invertir en un servicio personalizado** para clientes de alto perfil que mejore los márgenes de ese segmento específico. Aunque las recomendaciones puedan llevar a resultados similares, la idea de enfocarse en su cliente puede generar resultados no previstos, como campañas de voz a voz. Permítase pensar fuera de la caja, tener una métrica de fácil construcción y análisis para poder concentrarse en la relación de largo plazo con sus clientes y así, rentabilizar su empresa y transformarla en una verdadera gallina de los huevos de oro.

## ES MÁS REALISTA

*creer que se puede proyectar el número de clientes futuros que estados financieros de empresas*

## LA TASA DE CANCELACIÓN

*estima la probabilidad de que la empresa pierda a un cliente el siguiente periodo*

# LA VALORACIÓN DE HOTELES SIDERAL CON VVC

**EL VVC**  
*sugiere que tiene un mayor impacto aumentar la retención de clientes que reducir costos financieros*

¿Recuerda la historia de Dani Pombo, el antihéroe de nuestros informes de [Administración de Riesgo Cambiario \(ARC\)](#) y de [Las 9 prácticas infalibles para acceder a operaciones sofisticadas con entidades financieras](#)? Era un financiero que fracasó en su trabajo por no seguir una política de riesgo cambiario y por descuidar un proceso de solicitud de cupo de riesgo. Ahora su mejor amiga, Cata Carrizosa, fue contratada como analista financiera de la cadena hotelera, **Hoteles Sideral**. La compañía le solicitó a nuestra protagonista valorar la compañía y proponer ideas para incrementar su valor.

Las [Tablas 4 y 5](#) muestran la situación financiera de Hoteles Sideral al final del año 2019 y su estado de pérdidas y ganancias durante el mismo año.

Con esta información Cata Carrizosa se puso manos a la obra para valorar la empresa. Usó como insumo principal la **información financiera** de Hoteles Sideral y nuestro informe de **costo del capital propio**.

Con estos datos Cata obtuvo el siguiente resultado

$$\frac{\$21.775}{14,1\%} = \text{Utilidad Neta}/K_e = \text{Valor} \approx \$154.916$$

**MANTENER UNA RELACIÓN**  
duradera con los clientes es una estrategia básica para mantener la rentabilidad del negocio a largo plazo

Con su conocimiento en análisis de negocios junto con los informes de Finanzas Corporativas de Corficolombiana, Cata sabía que además de valorar los flujos de efectivo, era importante conocer la **utilidad por cliente** para poder desarrollar estrategias que permitieran sostener la rentabilidad del negocio a largo plazo. Su argumento era que podía ser **mucho más rentable** para una empresa mantener a un cliente que deje un buen margen durante muchos años que reducir el costo financiero de la empresa.

Luego de hablar con el área de mercadeo, Cata **identificó tres segmentos de clientes**: Ejecutivos, Familias y Cazadores de Descuentos. Además de los segmentos, obtuvo: el número de clientes por segmento, la utilidad por cliente, cuánto le costaba al área de mercadeo adquirir un cliente y cuál era la probabilidad de que un cliente no volviera a usar los servicios de hotelería al año siguiente, lo que se conoce como tasa de cancelación.

**Tabla 4. Estado Financiero de Hoteles Sideral el 31 de diciembre de 2019.**

Cifras en millones de pesos colombianos

Activo		Pasivo y Patrimonio	
Efectivo inicial	50.000	Total Pasivo	0
Total activo corriente	50.000		
Otros activos	500.000	Patrimonio	550.000
Total activos	550.000		

**Tabla 5. Estado de Pérdidas y Ganancias de Hoteles Sideral durante el 2019.**

Cifras en millones de pesos colombianos

Estado de Pérdidas y Ganancias		Estado de flujo de caja	
Ventas	50.000	Actividad operacional	21.775
Costo de ventas	10.000	Partidas que no representan efectivo	0
Utilidad Bruta	40.000	Flujo Operación	21.775
Gastos Operacionales	7.500	Flujo Financiamiento	0
Utilidad antes de impuestos	32.500	Flujo Inversión	0
Impuestos (33%)	10.725	<b>Flujo de Caja Disponible</b>	<b>21.775</b>
Utilidad neta	21.775		



**Tabla 6. Valor de Vida del Cliente (VVC), Hoteles Sideral en el 2020. Cifras en millones de pesos por cliente**

Categoría	Número de clientes	Ingresos	Costos Fijos	Costos Variables	Margen por cliente	Costo de Adquisición	Tasa de cancelación	VVC	Valor Empresa
Ejecutivos	1.900	\$7,5	\$0,7	\$1,8	\$5	\$-	10%	\$20,70	\$69.719
Familias	4.150	\$5	\$0,7	\$0,6	\$3,7	\$0,2	50%	\$5,56	
Cazadores de Descuentos	5.000	\$3	\$0,7	\$0,2	\$2,1	\$0,4	100%	\$1,46	
Definición	Número de clientes activos	Valor ventas por cliente	Costo fijo de atención	Costo variable de atención	Diferencia entre ingresos y costos	Costo que se paga por atraer un cliente	Riesgo de perder un cliente en un periodo		

## GUÍESE

por los márgenes y por las tasas de cancelación. Estos son una buena guía sobre la relevancia del cliente

## REDUCIR LA TASA DE CANCELACIÓN

puede generar más valor a una empresa que reducir los costos financieros

## OJO

que un segmento de clientes genere altos ingresos no significa que sea su segmento más importante

La Tabla 6 muestra los datos que Cata usó para calcular el valor de vida de cada cliente en cada uno de los segmentos y el valor total de la empresa, que no es otra cosa que el valor de vida de cada segmento multiplicado por el número de clientes.

Con los resultados, Cata estuvo a punto de sugerir a sus jefes que se dedicaran a las familias y a dar muchos descuentos por internet para los cazadores de descuentos dado que los ejecutivos eran el segmento que menos ingresos totales generaba y más costaba atender. Sin embargo, **vio tres datos** que le hicieron repensar su estrategia.

El primero es que **el margen** que dejaba el segmento de ejecutivos era el más alto (costaba más atender a cada usuario, pero cada usuario pagaba mejor). El segundo, es que **no costaba** atraer a los ejecutivos a la cadena porque **la marca era un imán** y un activo intangible que trabajaba para la cadena. El tercero, es que los ejecutivos eran el segmento **más fiel** entre todos los clientes (los de menor riesgo de cancelación).

Con esta información Cata Carrizosa llegó a dos conclusiones: i) un ejecutivo puede ser más valioso que cualquier otro cliente y ii) si **la alta gerencia** no tomaba más en serio los riesgos de cancelación de los clientes, podrían perder valor y rentabilidad<sup>4</sup>.

Es importante recordar que Cata llegó a este resultado usando la fórmula

$$VVC = Utilidad \text{ por Cliente} / (Tasa \text{ de cancelación} + Ke) - Costo \text{ de Adquisición}$$

$$VVC_{Ejecutivos} = \frac{\$5}{10\% + 14,1\%} = \$20,7$$

$$VVC_{Familias} = \frac{\$3,7}{50\% + 14,1\%} - \$0,2 = \$5,56$$

<sup>4</sup> Si las tasas de cancelación fueran del 0%, al margen se añadiera el costo de los impuestos y se tomara el costo de adquisición como un costo permanente en vez de una inversión en activos intangibles, se llegaría al mismo resultado que antes. Esto se puede comprobar en el anexo.

$$VVC_{\text{Cazadores de Descuento}} = \frac{\$2,1}{100\% + 14,1\%} - \$0,4 = \$1,46$$

Y para encontrar el valor de la empresa multiplicó cada VVC por el número de clientes en cada segmento

$$\text{Valor} = 1.900 * \$20,7 + 4.150 * \$5,56 + 5.000 * \$1,46 = \$69.719$$

¿Qué estrategia debería recomendar Cata a la dirección de Hoteles Sideral? Sabía que no podía prescindir de los segmentos menos rentables porque **“Uno nunca pone todos los huevos en la misma canasta”**, como le habían enseñado y en el caso de Hoteles Sideral las familias y los cazadores de descuento ayudaban a ocupar los hoteles en las épocas de vacaciones (cuando los ejecutivos no viajan por negocios).

Por esto, Cata decidió proponer **una estrategia** basada en el cliente como el generador de valor de las empresas. Se invertirían \$1.000 millones en mercadeo y atención al cliente para reducir la cancelación y aumentar la atracción de los clientes. ¿Cuál sería el resultado de esta inversión si se usaran los recursos de la compañía para este fin? Si se invirtiera en el segmento de Cazadores de Descuentos, se necesitaría reducir la cancelación al 88,9% para aumentar el valor de la compañía. Para el caso de las familias, se requeriría tener una cancelación inferior al 47,4% para no destruir valor y en el caso de los ejecutivos, solo con pasar de una tasa de cancelación del 10% al 9,4% sería suficiente.

Suponga que la empresa logra como reducir el costo de los recursos propios del 14,1% al 13,1% sin gastar un peso. Para que la inversión de \$1.000 millones en retención de clientes genere un incremento en el valor de la empresa comparable al del ahorro financiero, se necesitaría reducir la cancelación de los cazadores de descuentos hasta el 71%, la de las familias hasta el 42,5% o la de los ejecutivos al 8,2%.

Al final Cata sugirió a sus jefes realizar esfuerzos para **reducir la cancelación y aumentar la adquisición de clientes** de su segmento más lucrativo y generar estrategias de largo plazo para que el segmento de cazadores de descuentos no fuera a los hoteles solo una vez y eventualmente volvieran a usar los hoteles, pero como familias o ejecutivos.

Para vigilar el resultado de la estrategia, Cata propuso un indicador implementado por compañías de internet que usa una variación del valor de vida del cliente. Una regla que se suele seguir en la industria sugiere que si el indicador es mayor a 3, la inversión fue rentable.

*Rentabilidad del gasto en Mercadeo y Publicidad*

$$= \frac{\text{Margen por Cliente} * \text{Número de Clientes Adquiridos}}{\text{Gastos de Mercado y Publicidad} * \text{Tasa de Cancelación}}$$

$$= \frac{\text{Margen Total}}{\text{Gasto Ineficiente en Mercadeo y Publicidad}}$$

En un próximo informe les contaremos cómo Cata propuso **estrategias adicionales** enfocadas en la gestión de efectivo para reducir el costo de financiación de la cadena hotelera y así aumentar su valor.

**NO OLVIDE**  
no es bueno poner todos los  
huevos en la misma  
canasta. Celebre la  
diversidad de sus clientes

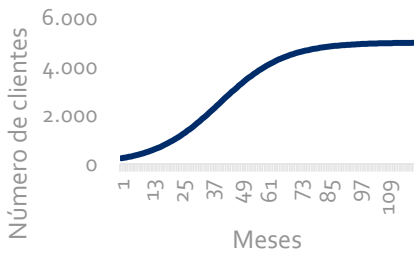
**3 veces más grande**  
debe ser el Margen Total  
comparado con el Gasto  
Ineficiente en Mercadeo  
Publicidad para que sea  
rentable

## → EL MÉTODO TIENE ALTO PODER DE PREDICCIÓN

Los cálculos que presentamos son una simplificación del método completo de Valor de Vida del Cliente. Estimar con exactitud las variables necesarias requiere una dosis de esfuerzo estadístico, pero tiene su recompensa en ganar alta precisión a la hora de conocer el presente y futuro de su negocio, como sugieren varios estudios.

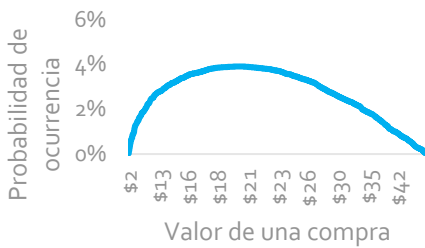
### i) *La colina para la atracción de clientes*

En general, los expertos en VVC modelan la adquisición de clientes como una colina de tal forma que es posible apreciar en qué etapa de la adquisición de clientes se encuentra la empresa, si se está llegando al potencial del mercado o si todavía hay espacio disponible para expandirse. Para Spotify, una plataforma de reproducción de música, no es lo mismo una estrategia de mercadeo cuando está en el auge de adquisición de clientes que cuando ya no queda mucho mercado por capturar.



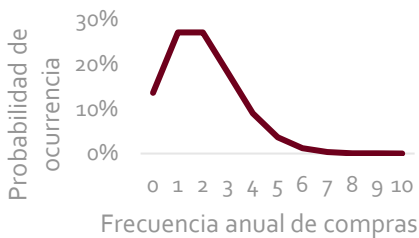
### ii) *Unas ventas ajustadas a su realidad del negocio*

Cuando se estiman las ventas, lo mejor es ir a la realidad del negocio. No es lo mismo estar en un mercado de alto lujo donde las ventas son de alto monto, si se compara con un mercado de descuentos agresivos. Los empresarios y la fuerza comercial saben en general cuánto está dispuesto a pagar un segmento particular de clientes.



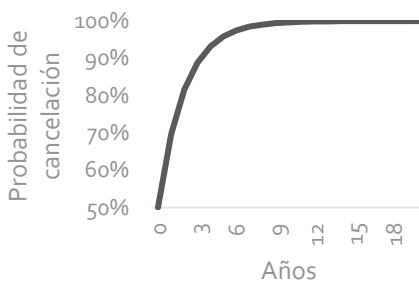
### iii) *Lo mismo para el número de compras...*

Al igual que el monto de las ventas, no es lo mismo estar en un mercado en el que se vende un auto de lujo al mes que otro en el que se venden muchos carros de segunda. Saber la frecuencia con la que sus clientes compran, depende de su nicho de mercado y de las preferencias de los consumidores.



### iv) *La "pistola" de la cancelación*

La cancelación de los clientes en general se ve como una pistola, porque es muy probable que muchos solo compren una vez y luego "lo abandonen". Además, es cada vez menos probable que los clientes se mantengan fieles un año adicional y decidan no comprar más o cambiar de proveedor. Reducir la cancelación es fundamental.



Más allá de darle forma y estimar cada una de las variables requeridas por su negocio, lo más importante es conocer el comportamiento de sus clientes y de sus prospectos. Entender sus gustos y patrones es el primer paso para conseguir una relación duradera y un incremento en el valor de su empresa.

**Tabla 7. Punto Medio de la Rentabilidad del capital propio para las empresas que pertenecen al COLCAP (%)**

Sector	Empresa	Desviación estándar de los retornos	Beta apalancado1	Beta ajustado2	Rango Rentabilidad del Capital Propio beta apalancado	Rango Rentabilidad del Capital Propio beta ajustado
Energía	Celsia S.A E.S.P	27,4%	0,25	0,50	9,9% - 10,5%	10,8% - 12,2%
	Empresa De Energía De Bogotá S.A. E.S.P.	31,8%	0,30	0,53	10,1% - 10,9%	11,0% - 12,4%
	Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.	25,3%	0,81	0,87	12,0% - 14,2%	12,2% - 14,6%
Financiero	Bancolombia S.A.	31,1%	1,00	1,00	12,7% - 15,4%	12,7% - 15,4%
	Banco De Bogotá S.A.	23,0%	0,47	0,64	10,7% - 12,0%	11,4% - 13,2%
	Banco Davivienda S.A	24,6%	0,63	0,75	11,3% - 13,0%	11,7% - 13,8%
Holdings Inversoras	Grupo Aval Acciones Y Valores S.A.	26,9%	0,80	0,86	12,0% - 14,2%	12,2% - 14,6%
	Corporación Financiera Colombiana S.A.	25,9%	0,63	0,76	11,4% - 13,1%	11,8% - 13,9%
	Grupo Argos S.A.	36,7%	0,97	0,98	12,6% - 15,2%	12,6% - 15,3%
	Grupo Inversiones Suramericana	30,5%	0,74	0,82	11,7% - 13,7%	12,0% - 14,3%
Cementeras	Cementos Argos S.A.	34,3%	0,87	0,91	12,2% - 14,7%	12,4% - 14,9%
Petróleo y gas	Canacol Energy Ltd	50,4%	0,58	0,67	11,1% - 12,7%	11,4% - 13,3%
	Ecopetrol S.A.	32,4%	1,79	1,53	15,6% - 20,5%	14,6% - 18,8%
Retail de Alimentos y bebidas	Grupo Nutresa S.A	21,7%	0,32	0,55	10,2% - 11,0%	11,0% - 12,5%
Telecomunicaciones	Empresa De Telecomunicaciones De Bogotá S.A. E.S.P.	33,0%	0,45	0,64	10,6% - 11,8%	11,3% - 13,0%

Fuente: Eikon, cálculos Corficolombiana 30 de octubre de 2020.

1. El beta apalancado corresponde a la relación de los retornos semanales de la empresa respecto a los retornos de un índice de mercado (COLCAP) en un periodo de 3 años.

2. El beta ajustado se calcula como una proporción entre el beta apalancado del mercado (1/3) y el de la empresa (2/3).

**Tabla 8. Construcción por componentes de la Rentabilidad del Capital Propio**

Factor	Valor	Fecha	Ticker Eikon	Fuente de información
Tasa libre de riesgo	0,87%			(A)
Tesoros EEUU 10 Años	0,87%	30/10/20	US10YT=RR	(A) Tasa de negociación de los bonos del gobierno de Estados Unidos a 10 años
<b>Prima de riesgo de mercado EEUU</b>	<b>4,87%</b>			<b>(B) = (F) × Promedio (G;H)</b>
Beta apalancado	1	30/10/20	NA	(F) Beta apalancado del mercado
P.R. Aritmética (1928-2017)	4,92%	30/10/20	NA	(G) Dato estimado anualmente por Aswath Damodaran menos el sesgo sobrevivencia*
P.R. Geométrica (1928-2017)	4,82%	30/10/20	NA	(H) Dato estimado anualmente por Aswath Damodaran
<b>Prima de riesgo país de Colombia</b>	<b>3,44%</b>			<b>(C) = (I) × (L)</b>
Factor de riesgo default soberano	1,70%			(I) = (J) - (K)
Colombia (CDS 10 Años)	1,84%	30/10/20	CCOL1U10 Curncy	(J) Tasa de negociación del seguro contra incumplimiento crediticio sobre los bonos del gobierno de Colombia a 10 años
Estados Unidos (CDS 10 Años)	0,14%	30/10/20	CT786916 Curncy	(K) Tasa de negociación del seguro contra incumplimiento crediticio sobre los bonos del gobierno de Estados Unidos a 10 años
Ajuste por riesgo accionario	2,02			(L) = (M) / (N)
COLCAP Colombia	21,62%	30/10/20	.COLCAP	(M) Volatilidad histórica del índice de capitalización de renta variable COLCAP
JPMorgan Emerging Markets Bond Index Plus EMBI + Colombia & S&P Colombia Sovereign Bond Index (USD)	10,69%	30/10/20	.JPMEPCOL hasta marzo de 2020 S&P Colombia Sovereign Bond Index información pública. Desde marzo de 2020	(N) Volatilidad histórica del retorno de un índice de bonos. Desde nuestro primer dato y hasta 23 de marzo de 2020 usamos JPMorgan Emerging Markets Bond Index Plus EMBI + Colombia. Posteriormente se usan los retornos del índice Colombia & S&P Colombia Sovereign Bond Index (USD). Para el empalme de índices y más información vea <a href="#">nota metodológica</a> .
<b>Rentabilidad del Capital Propio (USD)</b>	<b>9,19%</b>			<b>(D) = (A) + (B) + (C)</b>
Prima cambiaria USD-COP	4,46%		Nodos Curva Forward Dólar-Peso en la sección de Histórico Derivados: Infovalmer	(E) Devaluación implícita a 10 años extraída de la curva forward. Mayor información en la <a href="#">nota metodológica</a>
<b>Rentabilidad del Capital Propio (COP)</b>	<b>14,06%</b>			<b>Ke COP = (1 + D) × (1 + E) - 1</b>

Fuente: Eikon, Aswath Damodaran, cálculos Corficolombiana, CFA Institute.

Cifras redondeadas a dos decimales. Las tasas presentadas aquí son efectivo anual.

\*El sesgo de sobrevivencia (1.50%) es la sobrestimación de los resultados presentados por los índices de mercado al excluir de su composición aquellas empresas que fracasan y salen del índice. De esta forma, la rentabilidad de los índices solo incluye a aquellas empresas que sobreviven y, por ende, su valor resulta ser más alto del que realmente se observaría.

## Nota metodológica

A continuación, presentamos un breve resumen de las fuentes y la metodología que utilizamos para llevar a cabo el análisis que presentamos en este documento. Cabe resaltar que los datos presentados en frecuencia mensual corresponden al último viernes hábil de dicho mes. En este caso, todos los datos presentados para octubre de 2020 corresponden a la última observación del viernes 30 de octubre de 2020.

### Fórmula de la rentabilidad del capital propio a partir del CAPM

Para calcular la rentabilidad del capital propio seguimos las siguientes fórmulas.

$$\text{Rentabilidad del Capital Propio}_{USD} =$$

$$\text{Tasa Libre de Riesgo}_{EEUU} + \beta * \text{Prima de Riesgo Accionario}_{EEUU}$$

$$+ (CDS_{COL} - CDS_{EEUU}) * \left( \frac{\sigma_{\text{Acciones Colombia}}}{\sigma_{\text{Bonos Gobierno Colombia}}} \right)$$

$$\text{Rentabilidad del Capital Propio}_{COP} =$$

$$(1 + \text{Rentabilidad del Capital Propio}_{USD}) * (1 + \text{Devaluación Esperada}) - 1$$

La **Tasa Libre de Riesgo** se toma de la tasa anualizada de los bonos a 10 años del tesoro de Estados Unidos. Fuente: *Eikon*, cálculos Corficolombiana. (Desde marzo 20 de 2020)

La **Prima de Riesgo Accionario** se ha tomado al promediar el retorno anual del índice de S&P durante 90 años (1928-2019) y restarle el retorno anual promedio de los bonos del Tesoro para un periodo similar. Adicionalmente, se calcula el promedio geométrico del retorno del S&P. Se promedian los dos resultados anteriormente obtenidos y se le resta una prima de supervivencia, para tomar en cuenta a las empresas que salieron del índice por haber quebrado. Fuente: *Damodaran, Investment Valuation (p161-162) & Brown, Goetzmann y Ross (1995)*. [www.stern.nyu.edu/~adamodar/](http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/), cálculos Corficolombiana.

La **Prima de Riesgo País** se obtiene en dos componentes. El primero involucra la diferencia de la tasa de los Credit Default Swaps (CDS) entre Colombia y Estados Unidos a 10 años. Esto sirve para ajustar la probabilidad de incumplimiento del gobierno colombiano. El segundo componente ajusta por el riesgo accionario colombiano. Para esto se divide la volatilidad anual del retorno del índice COLCAP entre la volatilidad del retorno total de un índice de bonos colombianos en dólares que son asegurados por los CDS. Fuente: *Eikon*, cálculos Corficolombiana. (Desde marzo 20 de 2020)

Con estos tres componentes se obtiene la rentabilidad del capital propio colombiano en dólares. Para pasarlo a pesos colombianos se debe compensar por la devaluación esperada a 10 años. Esta se obtiene de la devaluación implícita de una curva forward dólar-peso. Para calcular esta devaluación se usa la siguiente fórmula: *Devaluación implícita* =

$$\left( \frac{\text{Tasa Spot} + \text{Tasa}_X \text{ días}}{\text{Tasa Spot}} \right)^{365/X \text{ días}} - 1. X \text{ días hacen referencia a la tasa forward a dicho plazo.}$$

Fuente: *Infovalmer, cálculos Corficolombiana*. (Desde marzo 20 de 2020)

### ***Principales cambios de metodología***

Entre nuestro último informe y este cambiamos nuestras fuentes de información. Este cambio ha impactado principalmente dos factores: la prima cambiaria y la prima de riesgo país.

#### ***i) La prima cambiaria***

En informes pasados para calcular la prima cambiaria usábamos la razón de tasas entre el Swap Peso-Libor a 10 años y el Swap Dólar-Libor a 10 años. Ahora, usamos como fuente principal los nodos de la curva Forward peso dólar construida por Infovalmer. Para calcular estos nodos mayores a dos años, ellos aplican una metodología similar, pero en vez de usar tasas de bonos, ellos aplican una razón de tasas entre Swap IBR y Swap IBR-Libor. En promedio, las diferencias son mínimas y se deben principalmente a la tasa usada en el Swap. La ventaja, es que se mantiene una consistencia metodológica.

#### ***ii) Prima de riesgo país***

Uno de los principales componentes de la prima de riesgo país es la volatilidad relativa entre acciones y bonos en el mercado local. Al cambiar nuestra fuente de información, tuvimos que cambiar el índice usado para medir la volatilidad de los bonos. El gran cambio metodológico consistió en empalmar los índices *JP Morgan EMBI Plus Colombia* y *S&P Colombia Sovereign Bond Index* denominado en dólares. Con esto, se mantuvo el registro histórico de la serie de los bonos y solo se añadieron los retornos de los nuevos bonos. Hasta la fecha de corte, 13 de marzo de 2020, se tenían 958 observaciones de los retornos del índice *JP Morgan EMBI Plus Colombia* y hasta la fecha se tienen 33 observaciones adicionales del nuevo índice. Esto significa que, para el dato calculado en este informe, las nuevas observaciones representan el 3,33% de la muestra y su participación crecerá poco a poco, pero de forma marginalmente decreciente. En 10 años, las nuevas observaciones representarán el 36,7% de la muestra y en 20, el 52,9%. Por tanto, no se espera que las nuevas observaciones generen cambios drásticos en la volatilidad total.

#### ***iii) Prima de riesgo de mercado***

Como nota adicional, comentamos que decidimos hacer una corrección histórica de los datos. Antes, supusimos una prima de riesgo de mercado centrada en 4,71% desde el inicio de los datos hasta el 2019 y para el 2020 del 4,87%. Para hacer honor a la metodología, se decidió variar el valor para cada año usando como referencia la metodología antes descrita. Ejemplo: para el año 2015 en vez de tomar el promedio el retorno anual del índice de S&P durante 90 años (1928-2019), se tomó desde 1928 hasta 2014 y se restó el retorno anual promedio de los bonos del Tesoro para el mismo periodo. Adicionalmente, se calculó el promedio geométrico del retorno del S&P para esas rango de años y se promediaron los dos resultados anteriormente obtenidos. A estos, se les restó una prima de supervivencia, para tomar en cuenta a las empresas que salieron del índice por haber quebrado.

## Anexo de fórmulas de valoración

Este anexo presenta las fórmulas y simplificaciones realizadas para la elaboración de los cálculos del valor de las empresas a través de las metodologías de flujos descontados y de valor de vida del cliente.

### i) Flujo de Caja Descontado

La fórmula tradicional del flujo de caja descontado propone que el valor de una empresa debe ser igual a la cantidad de efectivo que su operación genera, pero trayendo los flujos futuros a valor presente.

$$Valor_{Empresa} = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{Flujo\ de\ Caja_t}{(1 + CPPC_t)^t}$$

$$Flujo\ de\ Caja_t = Utilidades\ antes\ de\ Intereses\ e\ Impuestos_t - Impuestos_t \\ + Depreciación_t - Inversiones\ en\ Capital\ Fijo_t - Amortización_t \\ - aumento\ neto\ en\ capital\ de\ trabajo_t - cambios\ en\ otros\ activos_t$$

$$CPPC_t = Kd * (1 - Tasa\ de\ renta) * \frac{Deuda}{Deuda+Patrimonio} + Ke * \frac{Patrimonio}{Deuda+Patrimonio}$$

Si suponemos que la utilidad se transforma en efectivo de forma automática y que no hay crecimiento de la empresa, entonces la fórmula tomará la forma

$$Valor_{Empresa} = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{Utilidad\ Neta}{(1 + Ke)^t} = \frac{Utilidad\ Neta}{Ke}$$

### ii) Valor de vida del Cliente

Para un caso más general del VVC del que aquí se ha expuesto se requiere tomar en cuenta la posibilidad de que la empresa pueda adquirir nuevos clientes. Como los flujos de mañana de un posible nuevo cliente deben tomarse en cuenta hoy, se deben traer también estos flujos futuros al presente para hacerlos comparables. Por tanto, la fórmula será

$$Valor_{Empresa} \\ = \sum_{k=0}^{\infty} \frac{número\ de\ clientes_k}{(1 + CPPC_k)^k} \sum_{t=k}^{\infty} \frac{tasa\ de\ retención_t^{t-k} * margen\ de\ cada\ cliente_{t-k}}{(1 + CPPC_t)^{t-k}} \\ - \sum_{k=0}^{\infty} \frac{número\ de\ clientes_k * costo\ de\ adquisición_k}{(1 + CPPC_k)^k}$$

Si suponemos que al igual que antes la empresa no crece, que los costos de adquisición solo se pagan una vez y que las tasas de retención son contantes, entonces el valor de la empresa puede calcularse como



$$\begin{aligned}
 \text{Valor}_{\text{Empresa}} &= \text{Número de clientes} \left( \sum_{t=0}^{\infty} \frac{\text{tasa de retención}^t * \text{Margen por cliente}}{(1 + Ke)^t} \right. \\
 &\quad \left. - \text{Costo de Adquisición por cliente} \right) \\
 &= \text{Número de clientes} \left( \frac{\text{Margen por cliente}}{1 + Ke - \text{tasa de retención}} \right. \\
 &\quad \left. - \text{Costo de Adquisición por cliente} \right) \\
 &= \text{Número de clientes} \left( \frac{\text{Margen por cliente}}{Ke + \text{tasa de cancelación}} \right. \\
 &\quad \left. - \text{Costo de Adquisición por cliente} \right)
 \end{aligned}$$

En este caso la rentabilidad exigida por los recursos de la empresa se expresa como  $\frac{1}{Ke + \text{tasa de cancelación}}$  porque además de tomar en cuenta el costo de los recursos propios que usa la fórmula de flujos descontados, también toma en cuenta que los clientes se marchan, por lo que se debe pedir una mayor rentabilidad.

Las fórmulas arriba indicadas pueden ser usadas a nivel de grupo o categoría de cliente como se hizo en el ejemplo de este informe si se hace el supuesto que los clientes dentro del grupo son bastante parecidos, y posteriormente sumar los valores de cada grupo para obtener el valor total de la empresa

### iii) **Equivalencia de métodos**

Para que los valores arrojados por ambos métodos coincidan, es necesario que la que la tasa de cancelación sea 0%, que la adquisición por cliente se considere un gasto operacional, y no una inversión en intangibles, y que se añada el costo de los impuestos a cada uno de los clientes. De esta forma

$$\begin{aligned}
 \text{Valor}_{\text{Empresa}} &= \text{Número de clientes} \left( \frac{\text{Margen por cliente}}{Ke + \text{tasa de cancelación}} \right. \\
 &\quad \left. - \frac{\text{Costo de Adquisición por cliente}}{Ke + \text{tasa de cancelación}} \right) \\
 &= \frac{\text{Margen total}}{Ke} - \frac{\text{Costo de Adquisición total}}{Ke} = \frac{\text{Utilidad Neta}}{Ke}
 \end{aligned}$$

Más allá del valor que arrojen estos dos métodos hay que notar que lo más relevante son los mensajes que dejan. El primer método pedirá enfocarse en manejos de capital de trabajo, márgenes de utilidad e inversiones. El segundo, además de pedir esfuerzos en el área de márgenes pedirá que las empresas se enfoquen en adquisición y en la reducción de la cancelación de los clientes adecuados para lograr mejores resultados.

## Anexo bibliográfico

Uno de los hallazgos más reveladores de este trabajo es que en ciertas circunstancias, una disminución de la tasa de cancelación de clientes de un punto porcentual (reducir la tasa del 20% al 19% por ejemplo) puede tener efectos hasta 5 veces más grandes que una reducción del mismo tamaño en la tasa de descuento de las empresas, que no es otra cosa que sus costos de financiación.

En un estudio, cuya referencia encontrará al final de este anexo, investigadores de Estados Unidos se propusieron valorar algunas empresas tecnológicas, como EBay y Amazon, con el método de Valor de Vida del Cliente.

En uno de sus ejercicios calcularon cuál podía ser el impacto de una mejora en la tasa de cancelación, los costos de adquisición, los márgenes y costos de financiación de las empresas. Sus resultados resultan ser fascinantes. En primer lugar, la variable que mayor impacto genera es la tasa de cancelación, seguida del margen, los costos de financiación y por último el costo de adquisición.

Con estos resultados los autores llaman la atención a la conclusión de que lo más importante es lograr crear fidelidad y lealtad a la marca con los clientes. En segundo lugar, no importa mucho mejorar los costos de adquisición, porque estos son una inversión. Si logra que su marca y sus productos hablen por usted, no tendrá la necesidad de pagar por “readquirir” a sus clientes. Por último, si bien lograr reducir los costos financieros es importante e impacta de manera significativa, no logra superar a una reducción en la tasa de cancelación.

Pero ojo, en este estudio no se cuantifica un posible costo asociado a la mejora de estas variables y por su parte es posible reducir el costo financiero de las empresas optimizando su estructura de capital con instrumentos financieros como los que les contamos en nuestro [informe de factoring](#).

Tenga en cuenta que reducir la tasa de cancelación de los clientes o mejorar los márgenes puede implicar realizar campañas de mercadeo que consumirán sus recursos al inicio. Por eso lo invitamos a evaluar estos gastos en publicidad y mercadeo como inversiones y a usar las herramientas de este informe como insumos para monitorear el costo y el beneficio de estas inversiones.

*Gupta, S., Lehmann, D. R., & Stuart, J. A. (Febrero de 2004). Valuing Customers. Journal of Marketing Research, 41, 7-18.*

## Equipo de investigaciones económicas

---

### José Ignacio López, PhD

*Director Ejecutivo*

(+57-1) 3538787 Ext. 6165

[Jose.lopez@corficolombiana.com](mailto:Jose.lopez@corficolombiana.com)

## Estrategia Macroeconómica

---

### Julio César Romero

*Economista Jefe*

(+57-1) 3538787 Ext. 6105

[julio.romero@corficolombiana.com](mailto:julio.romero@corficolombiana.com)

### Ana Vera Nieto

*Especialista Renta Fija*

(+57-1) 3538787 Ext. 6138

[ana.vera@corficolombiana.com](mailto:ana.vera@corficolombiana.com)

### María Paula Contreras

*Especialista Economía Local*

(+57-1) 3538787 Ext. 6164

[maria.contreras@corficolombiana.com](mailto:maria.contreras@corficolombiana.com)

### Juan Camilo Pardo

*Analista de Investigaciones*

(+57-1) 3538787 Ext. 6120

[Juan.pardo@corficolombiana.com](mailto:Juan.pardo@corficolombiana.com)

### Laura Daniela Parra

*Analista de Investigaciones*

(+57-1) 3538787 Ext. 6196

[laura.parra@corficolombiana.com](mailto:laura.parra@corficolombiana.com)

### José Luis Mojica

*Analista de Investigaciones*

(+57-1) 3538787 Ext. 6107

[jose.mojica@corficolombiana.com](mailto:jose.mojica@corficolombiana.com)

### María Paula Campos

*Practicante de Investigaciones Económicas*

(+57-1) 3538787 Ext. 6112

[María.campos@corficolombiana.com](mailto:María.campos@corficolombiana.com)

## Renta Variable

---

### Andrés Duarte Pérez

*Gerente de Renta Variable*

(+57-1) 3538787 Ext. 6163

[andres.duarte@corficolombiana.com](mailto:andres.duarte@corficolombiana.com)

### Roberto Paniagua

*Analista Renta Variable*

(+57-1) 3538787 Ext. 6193

[roberto.paniagua@corficolombiana.com](mailto:roberto.paniagua@corficolombiana.com)

### Daniel Felipe Duarte Muñoz

*Analista Renta Variable*

(+57-1) 3538787 Ext. 6194

[daniel.duarte@corficolombiana.com](mailto:daniel.duarte@corficolombiana.com)

## Finanzas Corporativas

---

### Rafael España Amador

*Director de Finanzas Corporativas*

(+57-1) 3538787 Ext. 6195

[rafael.espana@corficolombiana.com](mailto:rafael.espana@corficolombiana.com)

### Sergio Andrés Consuegra

*Analista Inteligencia Empresarial*

(+57-1) 3538787 Ext. 6197

[sergio.consuegra@corficolombiana.com](mailto:sergio.consuegra@corficolombiana.com)

### Daniel Espinosa Castro

*Analista de Finanzas Corporativas*

(+57-1) 3538787 Ext. 6191

[daniel.espinosa@corficolombiana.com](mailto:daniel.espinosa@corficolombiana.com)

## Contacto Banca de Inversión

---

### Jorge Eduardo Soto Pareja

*Director Ejecutivo Banca de Inversión*

(+57-1) 3538787 Ext. 6117

[jorge.soto@corficolombiana.com](mailto:jorge.soto@corficolombiana.com)

### Paola Mouthon B.

*Gerente Banco de Inversión*

(+57-1) 3538787 Ext. 6103

[paola.mouthon@corficolombiana.com](mailto:paola.mouthon@corficolombiana.com)

### Omar Javier Suarez Triviño

*Gerente de Renta Variable Casa de Bolsa*

(+57-1) 6062100 Ext. 22619

[omar.suarez@casadebolsa.com.co](mailto:omar.suarez@casadebolsa.com.co)

## ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa").

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa").

Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores.

La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente.

La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN PROFESIONAL PARA REALIZAR INVERSIONES EN LOS TÉRMINOS DEL ARTÍCULO 2.40.1.1.2 DEL DECRETO 2555 DE 2010 O LAS NORMAS QUE LO MODIFIQUEN, SUSTITUYAN O COMPLEMENTEN, U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción.

Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

## CERTIFICACIÓN DEL ANALISTA

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) ANALISTA(S) TAMBIÉN CERTIFICA(N) QUE NINGUNA PARTE DE SU COMPENSACIÓN ES, HA SIDO O SERÁ DIRECTA O INDIRECTAMENTE RELACIONADA CON UNA RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ESPECÍFICA PRESENTADA EN ESTE INFORME.

## INFORMACIÓN DE INTERÉS

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana.

Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.

