



Forum Empresarial  
ISSN: 1541-8561  
ISSN: 2475-8752  
forum.empresarial@upr.edu  
Universidad de Puerto Rico  
Puerto Rico

## Análisis financiero de la empresa hotelera colombiana (2016-2021)

 **Rivera-Godoy, Jorge-Alberto**

 **Vivas-Trochez, Bryan-Geovanny**

 **López-Mosca, Víctor-Hernán**

Análisis financiero de la empresa hotelera colombiana (2016-2021)

Forum Empresarial, vol. 27, núm. 2, pp. 59-91, 2022

Universidad de Puerto Rico

Disponible en: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=63175250004>

# Análisis financiero de la empresa hotelera colombiana (2016-2021)

Financial analysis of the Colombian hotel company (2016-2021)

*Jorge-Alberto Rivera-Godoy*

*Universidad del Valle, Colombia*

jorge.rivera@correounivalle.edu.co

 <https://orcid.org/0000-0003-2319-1674>

*Bryan-Geovanny Vivas-Trochez*

*Universidad del Valle, Colombia*

bryan.vivas@correounivalle.edu.co

 <https://orcid.org/0000-0001-7671-5385>

*Víctor-Hernán López-Mosca*

*Universidad del Valle, Colombia*

victor.lopez@correounivalle.edu.co

 <https://orcid.org/0000-0002-4461-6371>

Forum Empresarial, vol. 27, núm. 2, pp.  
59-91, 2022

Universidad de Puerto Rico

Recepción: Febrero , 10, 2023

Revisado: Abril 12, 2023

Aprobación: Abril , 18, 2023

**Resumen:** El objetivo de la investigación es evaluar el desempeño financiero del hotel colombiano entre 2016 y 2021 por medio del análisis estático y de tendencias de indicadores contables y de gestión de valor. Se encuentra que el promedio de la rentabilidad del patrimonio es negativo, pero mejor que el de su análoga de mayores ventas, debido a su menor apalancamiento financiero negativo. Esto permitió compensar su menor eficacia en el control de erogaciones y su menor eficiencia en el uso de activos. Sin embargo, el hotel en países emergentes las supera en eficacia y eficiencia, y con un menor apalancamiento financiero. El hotel colombiano y de países emergentes destruyen valor económico agregado en el sexenio, aunque en términos relativos es menor en el último.

**Palabras clave:** rentabilidad, eficiencia, eficacia, EVA, hotel.

**Abstract:** The objective of the research is to evaluate the financial performance of the Colombian hotel between 2016 and 2021 through the static and trend analysis of accounting indicators and value management. It is found that the average return on equity is negative, but better than that of its analogue with higher sales, due to its lower negative financial leverage, which made it possible to compensate for its less efficacy control of expenditures and its less efficient use of assets. However, the hotel in emerging countries exceeds them in efficacy and efficiency, and with less financial leverage. The Colombian hotel and emerging countries destroy added economic value in the six-year term, although in relative terms it is less in the last one.

## Análisis financiero de la empresa hotelera colombiana (2016-2021)

Jorge-Alberto Rivera-Godoy,<sup>1, A</sup> Bryan-Geovanny Vivas-Trochez,<sup>1, B</sup> Víctor-Hernán López-Mosca,<sup>1, C</sup>

Recibido: 10 febrero 2023 | Revisado: 12 abril 2023 | Aceptado: 18 abril 2023

. Universidad del Valle, Colombia

. jorge.rivera@correounivalle.edu.co | <http://orcid.org/0000-0003-2319-1674>

. bryan.vivas@correounivalle.edu.co | <http://orcid.org/0000-0001-7671-5385>

. victor.lopez@correounivalle.edu.co | <http://orcid.org/0000-0002-4461-6371>

### RESUMEN

El objetivo de la investigación es evaluar el desempeño financiero del hotel colombiano entre 2016 y 2021 por medio del análisis estático y de tendencias de indicadores contables y de gestión de valor. Se encuentra que el promedio de la rentabilidad del patrimonio es negativo, pero mejor que el de su análoga de mayores ventas, debido a su menor apalancamiento financiero negativo. Esto permitió compensar su menor eficacia en el control de erogaciones y su menor eficiencia en el uso de activos. Sin embargo, el hotel en países emergentes las supera en eficacia y eficiencia, y con un menor apalancamiento financiero. El hotel colombiano y de países emergentes destruyen valor económico agregado en el sexenio, aunque en términos relativos es menor en el último.

**Palabras clave:** rentabilidad, eficiencia, eficacia, EVA, hotel

**Financial analysis of the Colombian hotel company (2016-2021)**

### ABSTRACT

The objective of the research is to evaluate the financial performance of the Colombian hotel between 2016 and 2021 through the static and trend analysis of accounting indicators and value management. It is found that the average return on equity is negative, but better than that of its analogue with higher sales, due to its lower negative financial leverage, which made it possible to compensate for its less efficacy control of expenditures and its less efficient use of assets. However, the hotel in emerging countries exceeds them in efficacy and efficiency, and with less financial leverage. The Colombian hotel and emerging countries destroy added economic value in the six-year term, although in relative terms it is less in the last one.

**Keywords:** profitability, efficiency, efficacy, EVA, hotel

## Introducción

El servicio de alojamiento en hoteles es parte de la cadena del sector turismo, uno de los sectores que genera mayores divisas y del cual se tiene la mayor esperanza que sustituya aquellas que se dejarán de

recibir por la reducción de la explotación petrolera en Colombia. En el sexenio evaluado se avizoran tres fases que marca el principal factor perturbador, el covid-19: el prepandémico (2016-2018), el pandémico (2019-2020) y el pospandémico (2021). En la primera fase se observa que la ocupación hotelera crece al pasar de 55.7% en el 2016 a 56.0% en el 2017 y 56.3% en el 2018; en la segunda decrece con un 48.8% en el 2019 y 25.1% en el 2020, y en la tercera se recupera con un 40.7% (Sectorial, 2021 y 2022). Indudablemente la pandemia ha afectado el crecimiento y desempeño financiero del hotel promedio colombiano, que se analiza en este artículo.

Esta investigación tiene como objetivo diagnosticar financieramente al hotel promedio colombiano en el periodo 2016-2021 para lograr conocer su efectividad en el logro de utilidades sobre la inversión, su eficacia en control de costos y gastos y su eficiencia en el uso de los activos, y si ha cumplido con el propósito financiero de crear valor. Asimismo, reconocer, interpretar y evaluar los factores que han influido en estos resultados.

Para efectuar este estudio se toma como metodología el análisis de tendencias, como el estático, de indicadores contables tradicionales y de gestión del valor con un enfoque cuantitativo de información contable y del mercado. Se realiza comparativos con el hotel promedio colombiano de mayores ventas y el hotel promedio en países emergentes.

El artículo se estructura de la siguiente manera: se empieza con el marco teórico, donde se detallan los indicadores financieros adecuados para este estudio acorde a la literatura de las finanzas corporativa moderna; se continúa con la metodología, planteando su enfoque, método, alcance y fuentes de información para llevar a cabo la investigación; se sigue con la descripción del sector hotelero en Colombia y se enseñan los indicadores de desempeño financiero del hotel promedio en economías emergentes y el de mayores ventas en Colombia, que sirven como referentes, y se examina el desempeño financiero de hotel promedio colombiano; después, se confrontan los indicadores; y se termina con las conclusiones.

## Marco teórico

La información divulgada mediante estados financieros es usualmente utilizada para evaluar el desempeño financiero de empresas mediante un examen de cuentas o relación entre ellas, conocidos como indicadores contables, que permiten la estimación, interpretación y análisis de actividades financieras, como el crecimiento, la efectividad, la eficiencia y la eficacia.

Las ventas, activos y utilidad neta son cuentas que permiten medir el crecimiento de la empresa acorde a las variaciones que presenten en cada una de ellas en un periodo (Dumrauf, 2017).

“La eficiencia con la cual una empresa utiliza sus recursos, en especial los activos operacionales, según la velocidad de recuperación del dinero invertido en cada uno de los mismos” (Ortiz Anaya, 2018, p. 223) es cuantificada por los indicadores de rotación de activos,

como la rotación de cartera, inventario, activo fijo, activo operacional y activo total (Rivera Godoy, 2017). Para hallarlos, se relaciona las ventas con la clase de activo, salvo para la rotación de inventario, en la que se reemplaza las ventas por el costo de ventas, porque el inventario está contabilizado a valor de costo. El resultado se interpreta como el número de veces que ha rotado el activo en el período (Scarfó et al., 2022).

La eficacia en el control de costos-gastos de la empresa y su secuela sobre la utilidad es revelado por el margen de utilidad, como ocurre con los que afectan a las utilidades: bruta, operacional, operacional después de impuestos y neta (Rivera Godoy, 2017). Este indicador surge al relacionar las diversas utilidades con las ventas. El cociente indica lo que deja una unidad monetaria de ventas, que, a la par, puede ser expresado en porcentaje (Scarfó et al., 2022).

La efectividad en el logro de utilidades para los inversionistas de la firma, o exclusivamente para sus propietarios por el patrimonio invertido, se cuantifica respectivamente por la rentabilidad del activo, *ROA*, y por la rentabilidad del patrimonio, *ROE* (Ross et al., 2019). El *ROA* resulta de dividir la utilidad operacional entre el activo, mientras que el *ROE* surge de relacionar la utilidad neta con el patrimonio.

El sistema Dupont enseña que el *ROA* “depende de dos factores: las ventas que la compañía genera a partir de sus activos (rotación de activos) y la ganancia que obtiene sobre cada dólar de ventas (margen de utilidad de operación)” (Brealey et al., 2020, p. 754) y se calcula multiplicándolos; en tanto, que el sistema Dupont ampliado muestra que el *ROE* depende del producto de tres factores: la rotación de activos, el margen de utilidad neta y el multiplicador del capital contable<sup>[1]</sup> (Brigham & Ehrhardt, 2018). Es decir, la efectividad medida por el *ROA* es igual al producto de la eficiencia en el uso del activo por la eficacia en la gestión de costos-gastos operacionales; mientras la efectividad hallada por el *ROE* es igual al producto de la eficiencia en el uso del activo, por la eficacia en la gestión de los costos-gastos totales y por el apalancamiento financiero (Rivera Godoy, 2017).

Sin embargo, estos indicadores contables han sido cuestionados por su exposición a ser manipulados (Salaga et al., 2015), estar afectados de las políticas contables adoptadas (Atrill, 2017), la inclusión de actividades no propias de la razón de ser de la empresa (Haro López & Monzón Citalán, 2020), además, de no considerar el riesgo, ni el costo de capital propio (Stern & Willette, 2014). Este cuestionamiento ha conducido al surgimiento de modelos alternativos para evaluar el ejercicio financiero de la empresa enfocados a gestionar el valor económico, dentro de los cuales el *EVA* es el más popular (Worthington & West, 2001); incluso algunos trabajos empíricos han concluido que el *EVA* es un mejor método para medir el desempeño financiero que los indicadores contables tradicionales (Gupta & Sikarwar, 2016; Worthington & West, 2004).

Conforme a Stewart (2000), el *EVA* se puede enunciar así:

donde  $\square$  es la utilidad operacional después de impuestos en el período  $\square$ , y el cargo de capital en el período  $\square$  es igual a:

donde  $\square$  es el activo neto operacional del período, que resulta de la suma del capital de trabajo neto operativo  $\square$  y del activo fijo neto operacional  $\square$  (3)

El  $\square$  es la diferencia entre el activo corriente operacional y el pasivo corriente sin costo explícito; mientras que el  $\square$  resulta de restar la depreciación al activo fijo operacional.

El  $\square$  es el costo de capital medio ponderado en el período  $\square$ ; que acorde con Modigliani y Miller (1963) se calcula así:

Donde  $\square$  es la tasa de interés, pero al considerar la protección fiscal de los intereses, el costo de la deuda después de impuestos queda expresado como  $\square$ ; la  $\square$  es la tasa de impuestos de la empresa.

es el nivel de endeudamiento que resulta de relacionar la deuda con costo explícito con el  $\square$  es el costo del patrimonio, pero como la empresa hotelera promedio de este estudio no cotiza en bolsa, se utiliza el método expuesto por Rivera Godoy y Alarcón Morales (2012), y que a continuación se resume:

En el modelo de valoración de activos de capital (CAPM),  $\square$  es igual a:

Donde  $\square$  es la tasa libre de riesgo;  $\square$  es el riesgo sistemático del sector; y  $\square$  es la prima de riesgo de mercado.

Se presume que  $\square$  del sector de la empresa hotelera colombiana sería semejante al que tuviera en un país desarrollado referente<sup>[2]</sup>; más una prima por riesgo país,  $\square$ ; es decir, igual a:

Pero como  $\square$  representa el riesgo sistemático total de la empresa del sector,  $\square$ , y en lo que se considera que habría afinidad entre el hotel colombiano y del país desarrollado es en el riesgo operativo,  $\square$ , entonces se hace necesario calcularlo así:

La información requerida en la ecuación (7) es tomada del sector del país desarrollado referente. El índice  $\square$  es apalancamiento financiero total, que resulta de dividir la deuda con costo explícito,  $\square$ , sobre el patrimonio,  $\square$ . Posteriormente se calcula la  $\square$  de la empresa de la empresa hotelera colombiana con el objeto de considerar la protección fiscal de su propio apalancamiento, empleando:

La información utilizada en la ecuación (8) es tomada de la empresa hotelera en Colombia.

Con  $\square$  del hotel colombiano, se determina  $\square$  utilizando la fórmula (6), y obteniendo la información de  $\square$ ,  $\square$  y  $\square$  del mercado de valores del país desarrollado.

Pero el  $K$  de la ecuación (6) está expresado en moneda extranjera del país desarrollado, por lo tanto, se debe convertir en moneda local, de la siguiente forma:

Si se considera una devaluación en condiciones de paridad cambiaria, se utiliza la siguiente fórmula:

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

donde  $\square$  es la rentabilidad después de impuestos del activo neto operacional y  $\square$  es el porcentaje de utilidad o pérdida residual.

El indicador  $\square$  se puede descomponer en dos partes, de manera semejante al sistema Dupont:  $\square$  y  $\square$ , donde la primera representa al margen de utilidad operacional después de impuestos y la segunda a la rotación del activo neto operacional.

El valor de mercado agregado,  $\square$  es el EVA de varios años que se traen a un valor presente; matemáticamente se puede enunciar así:

El  $\square$  que genera cada unidad monetaria invertida en activo neto operacional se calcula de la siguiente manera:

## Metodología

Para realizar el análisis financiero de la empresa hotelera colombiana entre 2016 y 2021, se hizo uso de un enfoque cuantitativo de investigación que permitió explorar los factores que afectaron sus comportamientos, y se manejó como método el análisis estático y de tendencias de indicadores contables (Gitman & Zutter, 2016) y de gestión del valor más pertinentes para el examen financiero integral de una empresa. El estudio complementario de indicadores contables y de gestión del valor ha sido sugerido, entre otros, por Chen & Dood (1997) al manifestar “que, junto con EVA, las empresas deben continuar monitoreando las medidas tradicionales de contabilización de ganancias, tales como ganancias por acción, rendimiento de activos y rendimiento de capital” (p. 331); por Obaidat (2019) que “recomienda el uso de EVA junto con las medidas contables tradicionales porque no se sustituyen entre sí. En cambio, EVA debe verse como una mejora de las medidas contables tradicionales que, si se usan correctamente con ellas, proporcionarán una herramienta más poderosa para evaluar el desempeño” (p. 66) y por Sharma & Kumar (2012) que encuentran que “los resultados sobre la relevancia de valor de los componentes de EVA junto con las medidas de desempeño tradicionales revelan que EPS domina, pero los componentes de EVA también contribuyen a las variaciones en el valor para el accionista” (p. 814).

Los indicadores de origen contable escogidos fueron los de crecimiento, efectividad, eficiencia y eficacia; mientras que los indicadores de gestión del valor electos fueron el valor económico agregado y el valor de mercado agregado. Se amplía el análisis de la efectividad con el sistema Dupont y Dupont ampliado. Así mismo, se examinan los tres factores que influyeron sobre el EVA: UODI, ANO y Ko; además la UODI/ANO y sus componentes UODI/ventas y Ventas/ANO. También se analizan el VMA y EVA/ANO.

Los indicadores se calcularon basados en informes financieros y de mercado de las empresas hoteleras en Colombia en el período 2016-2021. Los estados financieros fueron tomados de las bases de datos de EMIS Professional (2022) y de la Superintendencia de Sociedades (2022), de las que se obtuvo reportes de un promedio de 146 hoteles de las principales ciudades del país, distribuidas así: 167 hoteles para 2016; 124 para el 2017; 156 para el 2018; 150 para el 2019; 118 para el 2020; y 163 para el 2021. La información del

mercado se consiguió de varias fuentes como Damodaran (2022) y la Superintendencia Financiera de Colombia (2022).

Se confrontaron estos indicadores con los de la empresa hotelera de mayores ventas en Colombia y para la empresa hotelera en países emergentes utilizamos la información revelada por la *Revista Dinero* (2017, 2018, 2019 y 2020, 2021 y 2022) y por Damodaran (2022).

## Resultados

En esta sección se describe brevemente el sector alojamiento en hoteles y se muestra cómo ha sido el crecimiento y participación del sector alojamiento y servicios de comida en la economía colombiana. Además, se revisa el desempeño financiero de la empresa hotelera con mayores ventas en Colombia y de la empresa hotelera en países emergentes, y se termina con un análisis financiero de la empresa hotelera en Colombia.

### Descripción del sector hotelero

En la Clasificación Industrial Internacional Uniforme este sector es categorizado en la clase 5511 como alojamiento en hoteles, la cual incluye las siguientes actividades:

El servicio de alojamiento suministrado en unidades constituidas por habitaciones (independiente de su nombre comercial) y que cumplen con las siguientes características básicas: prestación de servicios mediante contrato de hospedaje día a día con un plazo inferior a 30 días o a través del sistema de tiempo compartido (sistema mediante el cual una persona natural o jurídica adquiere, a través de diversas modalidades, el derecho de utilizar, disfrutar y disponer, a perpetuidad o temporalmente, de una unidad inmobiliaria turística o recreacional por un periodo de tiempo en cada año), servicio de recepción, botones y camarera, habitaciones debidamente dotadas, con baño privado, áreas sociales, restaurante, bar y servicios complementarios de acuerdo con su ubicación geográfica y requerimientos del usuario, por ejemplo, el servicio tipo Resort.

El suministro de hospedaje temporal en hoteles con salas de conferencias. (Departamento Administrativo Nacional de Estadística, en adelante DANE, 2020, p. 515)

En el periodo 2016-2021, el sector alojamiento y servicios de comida creció en promedio un 7.4%, con altibajos que solo logró mantener en aumento entre el 2018 y 2019, que pasó de 2.7% a 3.4%, luego de recuperarse de una caída de 2.2% en el 2017. En el último bienio las variaciones fueron estrepitosas, pasando de -27.6% en el 2020 a 59.7% en el 2021. Su comportamiento fue afín al crecimiento del producto interno bruto, cuyo aumento promedio en este sexenio fue de 2.2%, pero superior en todos los años, salvo en el 2020. Su participación en el PIB giró alrededor del 3.8%, solo cambiando en el bienio 2020-2021, cuando pasó a 3.0% y 4.3% (ver Tabla 1).

## Tabla 1

### *Sector alojamiento y servicios de comida: crecimiento y participación del PIB*

Tabla 1 *Sector alojamiento y servicios de comida: crecimiento y participación del PIB*

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	promedio
Crecimiento del sector (%)	4.0	2.2	2.7	3.4	-27.6	59.7	7.4
Participación del sector en el PIB (%)	3.8	3.8	3.8	3.8	3.0	4.3	3.8
Crecimiento del PIB (%)	2.1	1.4	2.6	3.2	-7.0	10.6	2.2

Fuente: Elaboración propia basado en DANE (2022).

Elaboración propia basado en Damodaran (2022)

## Estudios de referencia del desempeño financiero del sector hotelero

Los indicadores de desempeño financiero de un promedio de 22 empresas hoteleras con mayores ventas en Colombia (HVC) entre 2016 y 2021, fueron hallados y organizados de las ediciones anuales especiales tituladas “Ranking de las cinco mil empresas” de la *Revista Dinero* entre el 2016 y 2021, cuyos resultados se exhiben en la Tabla 2.

Los indicadores de crecimiento presentaron fluctuaciones en diferentes frecuencias: las ventas oscilaron cada año, los activos variaron y solo aumentaron entre 2019-2020. Mientras que la utilidad neta disminuyó el primer trienio, luego fluctuó. Sus mayores cuantías se presentaron en el 2021 en ventas (102,801 millones de pesos colombianos, en adelante \$MM), en el 2020 en activos (\$647,984 MM) y en el 2016 en utilidad neta de (\$10,780 MM); mientras que sus menores valores se presentaron en 2018 en ventas (\$67,295 MM), en el 2016 en activos (\$187,950 MM) y en el 2020 para la más alta pérdida neta (\$-47,190 MM). Los promedios fueron: ventas (\$78,489 MM), activos (\$322,062 MM) y pérdida neta (\$-5,081 MM), como se muestra en la parte a de la Tabla 2.

La rotación de activos osciló alrededor de 0.28 veces al año, con altibajos anuales, salvo entre 2019-2020 que disminuyó. La mayor y menor eficiencia en la gestión de activos sucedieron en el 2016 (0.36 veces) y 2020 (0.12 veces), respectivamente (ver Tabla 2, parte b).

El margen de utilidad neta varió cada año cerca a un promedio de -6.3%, salvo una disminución entre 2017 y 2018; en el sexenio pasó de la mayor eficacia en el control de erogaciones en el 2016 (15.9%) a la menor eficacia en el 2020 (-60.8%) (ver Tabla 2, parte c).

**Tabla 2***Indicadores de desempeño financiero de la empresa hotelera con mayores ventas en Colombia (HVC)*Tabla 2 *Indicadores de desempeño financiero de la empresa hotelera con mayores ventas en Colombia (HVC)*

Indicador	2016	2017	2018	2019	2020	2021	promedio
a. Crecimiento (MM\$)							
Ventas	67,721	69,908	67,295	85,612	77,599	102,801	78,489
Activos	187,950	219,947	202,432	273,179	647,984	400,878	322,062
Utilidad neta	10,780	3,756	-3,127	5,844	-47,190	-549	-5,081
b. Eficiencia (veces)							
Rotación de activos <sup>1</sup>	0.36	0.32	0.33	0.31	0.12	0.26	0.28
c. Eficacia (%)							
Utilidad neta/ventas <sup>2</sup>	15.9	5.4	-4.6	6.8	-60.8	-0.5	-6.3
d. Apalancamiento financiero (%)							
Activo/patrimonio <sup>3</sup>	304.0	294.3	313.0	368.9	452.7	387.2	353.3
e. Efectividad (%)							
ROE <sup>4</sup>	17.4	5.0	-4.8	7.9	-33.0%	-0.5%	-6.3%
f. Número de HVC							
No. Empresas	25	28	31	26	9	15	22

*Nota.* MM\$ significa cantidad en millones de pesos colombianos (COP). Desviación estándar: <sup>1</sup>  $\sigma = 0.09$  veces <sup>2</sup>  $\sigma = 27.6\%$  <sup>3</sup>  $\sigma = 61.3\%$  <sup>4</sup>  $\sigma = 17.3\%$  Fuente: Elaboración propia, con información de la *Revista Dinero* (2017, 2018, 2019, 2020, 2021 y 2022).

Tabla 2 MM\$ significa cantidad en millones de pesos colombianos (COP)

El apalancamiento financiero decayó al inicio y terminación del periodo, aumentando en el interludio, y su media fue de 353.3%, presentando el menor (294.3%) y mayor (452.7%) endeudamiento en el 2017 y 2020 (ver Tabla 2, parte d).

La rentabilidad del patrimonio fue positiva en tres años y varió en el último trienio después de bajar en el primero; su promedio fue de -6.3%, y con una dirección parecida a la del margen neto. De los años 2016 al 2020 saltó de una mayor efectividad (17.4%) a una menor efectividad (-33.0%) en el sexenio, notándose que los años de mayor y menor efectividad fueron los mismos donde se presentó una mayor y menor eficiencia y eficacia (ver Tabla 2, parte b, c y e).

De Damodaran (2022) se consiguió información de un promedio de 408 empresas hoteleras en países emergentes (HPE) entre el 2016 y el 2021, con la cual se preparó los indicadores que se presentan en la Tabla 3.

**Tabla 3**

Indicadores de desempeño financiero de la empresa hotelera en países emergentes (HPE)

Tabla 3 Indicadores de desempeño financiero de la empresa hotelera en países emergentes (HPE)

Indicador	2016	2017	2018	2019	2020	2021	promedio
a. Sistema Dupont ampliado							
ROE (%) <sup>1</sup>	7.3	7.5	9.8	8.2	-6.7	-8.5	2.9
Margen de utilidad neta (%) <sup>2</sup>	9.6	8.9	10.4	9.1	-12.6	-22.0	0.6
Rotación de activos totales (veces) <sup>3</sup>	0.61	0.63	0.68	0.62	0.35	0.24	0.52
Apalancamiento financiero (%) <sup>4</sup>	125.3	133.7	138.3	145.8	151.5	159.8	142.4
b. EVA, VMA y EVA/ANO							
EVA (MMUS\$)	-7	-8	-6	1	-38	-44	-17
UODI (MMUS\$)	22	26	33	31	-8	-15	15
Cargo de capital (MMUS\$)	29	34	39	29	31	29	32
ANO (MMUS\$)	366	404	434	479	520	492	449
Ko (%) <sup>5</sup>	7.9	8.4	9.0	6.1	5.9	5.9	7.2
UODI/ANO (%) <sup>6</sup>	6.1	6.5	7.6	6.4	-1.5	-3.0	3.7
Utilidad o pérdida residual (%) <sup>7</sup>	-1.9	-2.0	-1.3	0.3	-7.4	-9.0	-3.5
VMA a 1-1-2016 (MMUS\$)	-73						
EVA/ANO	-0.02	-0.02	-0.01	0.00	-0.07	-0.09	-0.04
No. de empresas	411	414	396	400	409	418	408

*Nota.* MMUS\$ significa cantidad en millones de dólares estadounidenses. Desviación estándar:  $^1 \sigma = 8.2\%$   $^2 \sigma = 14.1\%$   $^3 \sigma = 0.18$  veces  $^4 \sigma = 12.5\%$   $^5 \sigma = 1.4\%$   $^6 \sigma = 4.7\%$   $^7 \sigma = 3.7\%$ . Fuente: Elaboración propia basado en Damodaran (2022).

Tabla 3 MMUS\$ significa cantidad en millones de dólares estadounidenses. Desviación estándar:  $1 \sigma = 8.2\%$   $2 \sigma = 14.1\%$   $3 \sigma = 0.18$  veces  $4 \sigma = 12.5\%$   $5 \sigma = 1.4\%$   $6 \sigma = 4.7\%$   $7 \sigma = 3.7\%$ .

El rendimiento del patrimonio disminuyó en los tres últimos años, después de un aumento en el primer trienio; su promedio fue de 2.9%. Su mayor y menor efectividad tuvo lugar en el 2018 (9.8%) y 2021 (-8.5%) y su comportamiento es semejante al del margen de utilidad neta y la rotación de activos en los últimos cuatro años, donde también tiene sus picos más altos y bajos en los mismos años. El margen de utilidad neta varió hasta 2018, luego cayó; su promedio fue de 0.6%. La mayor y menor eficacia ocurrieron el 2018 (10.4%) y 2021 (-22.0%). La rotación de activos tuvo la misma orientación que el margen neto; su media anual fue de 0.52 veces al año; la mayor y menor eficiencia ocurrió en los años 2018 (0.68 veces) y 2021 (0.24 veces). El apalancamiento financiero aumentó, pasando de 125.3% en el 2016 a 159.8% en el 2021; su promedio fue de 142.4%. Esto admite colegir que la orientación de la efectividad en la obtención de beneficios para los dueños estuvo más atada a la eficacia y eficiencia, que a su apalancamiento financiero (ver Tabla 3, parte a).

La empresa de este sector solo creó valor económico en un año, y cambió de orientación cada bienio a partir del 2018: inició el periodo aumentado la destrucción de valor, al pasar de \$-7 MMUS en el 2016 a \$-8 MMUS en el 2017, el siguiente bienio mejoró al reducir el *EVA* negativo en el 2018 (\$-6 MMUS) hasta crear valor en el 2019 (\$1 MMUS), pero en el último bienio vuelve aumentar de manera significativa la destrucción de valor, al pasar a \$-38 MMUS en el 2020 a \$-44 MMUS en el 2021; su promedio fue de (\$-17 MMUS). El *EVA* no sigue un comportamiento semejante al de la UODI, ni contrario al del cargo de capital, sino que depende de ellos de manera conjunta.

La UODI fue positiva en los primeros cuatro años y negativa en los dos siguientes, aumentó hasta el 2018 y luego decreció, logrando el mayor y menor valor en el 2018 (\$33 MMUS) y en el 2021 (\$-15 MMUS); su promedio fue de \$15 MMUS. Mientras que el cargo de capital aumentó hasta el 2018 y posteriormente presentó altibajos, con su valor más bajo (\$29) en el 2016, 2019 y 2021 y su valor más alto (\$39 MMUS) en el 2018; su promedio fue de \$32 MMUS.

El cargo de capital no conserva una relación positiva con el ANO y el Ko, sino que estriba de sus orientaciones conjuntas. El ANO creció hasta el penúltimo año y cayó al final; la menor y mayor inversión sucedió en el 2016 (\$366 MMUS) y 2020 (\$520 MMUS). Mientras tanto el Ko varió cada bienio y permaneció estable en el último año, con el mayor y menor porcentaje en el 2018 (9.0%) y 2020-2021 (5.9%) respectivamente; su promedio fue de 7.2%.

La creación y destrucción del *EVA* se puede observar en términos monetarios al sacar la diferencia entre la UODI y el cargo de capital, y en términos porcentuales al cotejar el indicador UODI/ANO con el Ko; en promedio se destruyó valor porque UODI y UODI/ANO fueron respectivamente inferiores al cargo de capital y al Ko. El *EVA* promedio destruido por cada dólar colocado en activo neto operacional fue de \$-0.04 US.

En los seis años, la empresa hotelera no cumplió con la meta financiera de generar valor económico porque su valor de mercado

agregado fue negativo (\$-73 MMUS) a 1 de enero de 2016 (ver Tabla 3, parte b).

### **Desempeño financiero de la empresa hotelera en Colombia (HC)**

Los indicadores de crecimiento, eficiencia, eficacia, efectividad y de gestión de valor en el periodo 2016-2021 de la HC son analizados en este apartado.

#### *Evaluación del crecimiento*

Las ventas, los activos y la utilidad neta fluctuaron en desiguales frecuencias: las ventas siempre de forma anual, los activos cada año, salvo entre 2019-2020 que subió, y la utilidad neta anualmente, excepto entre 2016-2017 que descendió. Los valores medios fueron en su orden de \$15,662 MM, \$62,707 MM y \$-350 MM. Las mayores y menores ventas tuvieron lugar en el 2017 (\$19,415 MM) y 2020 (\$7,870 MM), mientras la menor y mayor inversión en activos ocurrieron en el 2016 (\$44,837 MM) y 2020 (\$76,563 MM), en tanto que la mayor utilidad neta sobrevino en el 2016 (\$1,923 MM) y en el 2020 (\$-4,961 MM) se llegó a la pérdida neta más alta de las tres que se presentaron en los seis años (ver Tabla 4, parte a).

**Tabla 4**

*Indicadores de desempeño financiero de origen contable de la empresa hotelera colombiana (HC)*

Tabla 4 *Indicadores de desempeño financiero de origen contable de la empresa hotelera colombiana (HC)*

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	promedio
a. Crecimiento (MM\$)							
Ventas	14,962	19,415	16,901	18,243	7,870	16,583	15,662
Activos	44,837	67,016	55,200	63,515	76,563	69,109	62,707
Utilidad neta	1,923	757	-552	1,206	-4,961	-471	-350
b. Eficiencia (veces)							
Rotación cartera	1.33	1.48	3.20	2.17	0.66	2.18	1.84
Rotación inventario	15.87	12.19	12.34	12.60	2.59	5.28	10.15
Rotación activo fijo	0.70	0.49	0.52	0.50	0.18	0.35	0.46
Rotación activo total <sup>1</sup>	0.33	0.29	0.31	0.29	0.10	0.24	0.26
c. Eficacia (%)							
Margen bruto	56.4	62.4	59.7	61.9	50.9	57.4	58.1
Margen operacional	14.7	8.7	6.6	8.4	-29.1	7.1	2.7
Margen neto <sup>2</sup>	12.9	3.9	-3.3	6.6	-63.0	-2.8	-7.6
d. Apalancamiento financiero (%)							
Activo/patrimonio <sup>3</sup>	244.4	243.6	237.0	232.8	276.7	295.7	255.0
e. Efectividad (%)							
ROA	4.9	2.5	2.0	2.4	-3.0	1.7	0.7
ROE <sup>4</sup>	10.5	2.8	-2.4	4.4	-17.9	-2.0	-5.1

*Nota:* MM\$ significa cantidad en millones de COP. Desviación estándar: <sup>1</sup>  $\sigma = 0.08$  veces <sup>2</sup>  $\sigma = 27.8\%$  <sup>3</sup>  $\sigma = 25.2\%$  <sup>4</sup>  $\sigma = 9.6\%$ . Fuente: Elaboración propia basado en EMIS professional (2022) y Superintendencia de Sociedades (2022).

#### *Evaluación de la eficiencia*

Las rotaciones de los diferentes activos oscilaron con frecuencias desiguales, salvo los activos fijo y total que fluctuaron de manera similar. La rotación cartera osciló cada bienio, la rotación de inventario varía cada año salvo en el bienio 2018-2019 que aumentó, las rotaciones del activo fijo y total oscilaron cada año, excepto en el bienio 2019-2020 donde disminuyeron. Las rotaciones más bajas se presentaron en el 2020 y las más altas en el 2016, salvo la rotación cartera que fue en el 2018. Los valores medios de la rotación de estos activos fueron de 1,84 veces en cartera, 10,15 veces en inventario, 0,46 veces en activo fijo y 0,26 veces en activo total, como se observa en la parte b de la Tabla 4. La eficiencia en la administración de inventarios fue mayor, seguidas de la administración de cartera y de los activos fijos y, por último, la eficiencia en la gestión del activo total.

#### *Evaluación de la eficacia*

Los márgenes de utilidad fueron positivos, salvo el margen operacional del 2020 y los márgenes netos del 2018, 2020 y 2021 que fueron negativos, los cuales oscilaron cada año desde un comienzo el margen bruto, y a partir del 2019 los márgenes operacional y neto. Los porcentajes medios fueron de 58.1% del margen bruto, 2.7% del margen operacional y -7.6% del margen neto, lo que representa que el costo de venta fue el 41.9%, las erogaciones operacionales el 55.4% y el neto de actividades no operacionales el 10.3% (Tabla 4, parte c). Sus márgenes más bajos se presentaron en el 2020, mientras que sus mayores márgenes ocurrieron en el 2016, salvo el margen bruto que fue en el 2017.

#### *Evaluación de la efectividad*

El *ROA* promedio de los seis años fue de 0.7%, que resultó del producto del margen operacional (2.7%) y la rotación de activos totales (0.26 veces). El *ROA* fue positivo, menos en el 2020, y decreció hasta el 2018. Luego osciló: su mayor y menor y menor porcentaje sucedió en el año 2016 (4.9%) y en el 2020 (-3.0%); su orientación es semejante a la tendencia del margen operacional, coincidiendo los años de sus picos más alto y bajo (Tabla 4, parte d). Por consiguiente, se puede deducir que el comportamiento de la efectividad en la obtención de utilidades para la empresa hotelera dependió más de la eficacia en el monitoreo de los costos y gastos de operación que de la eficiencia en el manejo de activos.

Por otra parte, el *ROE* promedio fue de -5.1%, producto del margen neto (-7.6%), la rotación del activo total (0.26 veces) y el apalancamiento financiero (255.0%). El *ROE* fue positivo en tres de los seis años estudiados, mientras en los otros tres fue negativo. Su orientación fue similar al del margen neto, coincidiendo su cresta más alta (10.5%) en el 2016 y más baja (-17.9%) en el 2020 con el mayor y menor margen neto presentados en esos mismos años, mientras que el apalancamiento financiero disminuyó los primeros cuatro años y luego aumentó.

Por lo tanto, se puede afirmar que el comportamiento de la efectividad por alcanzar utilidades para los propietarios de la empresa hotelera colombiana estuvo más relacionado a la dirección de la eficacia (margen de utilidad neta), que a la eficiencia (rotación de activos) o al apalancamiento financiero.

El *ROA* promedio (0.7%) fue superior al *ROE* promedio (-5.1%), lo que permite deducir que las actividades no operacionales afectaron la reducción del rendimiento de los dueños, que, además, tuvieron que enfrentar tres años con una palanca financiera negativa.

#### *Evaluación del valor económico agregado*

La empresa hotelera colombiana promedio creó valor en solo un año del sexenio y su promedio fue negativo (\$-1,609 MM). Se inició con un *EVA* de \$21 MM en el 2016, pero al año siguiente se destruyó \$-1,635 MM, que se atenuó en el 2018 al destruir \$-775 MM. No obstante, en el siguiente bienio se volvió aumentar la destrucción de valor: \$-900 MM en el 2019 y \$-3,481 MM en el 2020, en último año la destrucción de valor se redujo a \$-2,881 MM. El *EVA* no mantuvo una relación directa con la UODI en todos los años, ni una relación

inversa con el cargo de capital, y su comportamiento surgió de sus orientaciones conjuntas. Los propietarios demandaron una utilidad promedio anual de 2,242 MM, pero solo lograron en promedio \$663 MM, por tal motivo el valor económico agregado fue negativo.

La utilidad operacional después de impuestos se redujo hasta el 2018, luego fluctuó. En todos los años fue positiva, menos el 2020 donde fue negativa (\$-1,557 MM), esto después de haber logrado su mayor cuantía en el 2016 (\$1,651 MM). En estos mismos años tuvo lugar la destrucción más alta y la única creación de *EVA* en el sexenio. Mientras el cargo de capital tuvo altibajos anuales; la menor suma tuvo lugar en el 2018 (\$1,527 MM), que aumentó por más de dos veces en el 2021 (\$3.694 MM) (ver Tabla 5).

**Tabla 5**

EVA de la empresa hotelera colombiana (HC)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	promedio
<i>EVA</i> (MM\$)	21	-1,635	-775	-900	-3,481	-2,881	-1,609
UODI (MM\$)	1,651	1,112	752	1,027	-1,557	813	633
Cargo de capital (MM\$)	1,630	2,747	1,527	1,927	1,924	3,694	2,242
a. Indicadores del inductor cargo de capital							
ANO (MM\$)	14,254	27,252	18,245	20,364	23,858	31,238	22,535
Ko (%) <sup>1</sup>	11.4	10.1	8.4	9.5	8.1	11.8	9.9
b. Indicadores del Inductor Ko							
Ke (%)	13.1	12.2	11.3	12.6	12.7	21.6	13.9
Ki (%) <sup>2</sup>	11.4	9.8	7.8	7.4	6.3	4.9	7.9
L (%)	37.2	36.5	48.4	41.1	55.0	53.7	45.3
t (%)	25.0	34.0	33.0	33.0	32.0	31.0	31.3
c. Sistema Dupont del índice UODI/ANO							
UODI/ ANO (%) <sup>3</sup>	11.6	4.1	4.1	5.0	-6.5	2.6	3.5
UODI/Ventas (%)	11.0	5.7	4.4	5.6	-19.8	4.9	2.0
Ventas/ANO (veces)	1.05	0.71	0.93	0.90	0.33	0.53	0.74
d. Utilidad o pérdida residual							
Utilidad o pérdida residual (%) <sup>4</sup>	0.1	-6.0	-4.2	-4.4	-14.6	-9.2	-6.4
e. Valor del mercado agregado							

VMA a 1-1-2016 (MM\$)	-6,368							
		f. EVA de la inversión						
EVA/ANO	0.00	-0.06	-0.04	-0.04	-0.15	-0.09	-0.06	
<p><i>Nota.</i> MM\$ significa cantidad en millones de COP. <sup>1</sup> <math>\sigma = 1.5\%</math>. <sup>2</sup> Tasa promedio anual de crédito corporativo o preferencial proporcionado por la Superintendencia Financiera de Colombia (2022). <sup>3</sup> <math>\sigma = 5.8\%</math>. <sup>4</sup> <math>\sigma = 5.0\%</math>. Fuente: Elaboración propia basado en EMIS professional (2022), Superintendencia de Sociedades (2022) y Damodaran (2022).</p> <p>Elaboración propia basado en EMIS professional (2022), Superintendencia de Sociedades (2022) y Damodaran (2022).</p>								

El comportamiento del cargo de capital combinó las orientaciones del activo neto operacional y el costo de capital. El primero fluctuó hasta el 2018 y luego creció. La menor y mayor inversión del activo neto operacional se produjo al comienzo y final del sexenio: 2016 (\$14,254 MM) y 2021 (\$31,238 MM). El segundo descendió hasta 2018, luego varió. El menor y mayor costo de capital tuvo lugar en el último bienio: 2020 (8.1%) y 2021 (11.8%). Los promedios del ANO y el Ko fueron de \$22,535 MM y 9.9% (ver parte a de la Tabla 5).

El Ko mantuvo una relación directa con Ke, salvo en el 2020, donde esta última subió. Mientras que Ki disminuyó y L varió cada año; en tanto que t subió en el 2017 y después decayó, con un receso en el 2019. En el 2021 se presentó el mayor Ke (21.6%) y el menor Ki (4.9%), en el 2018 el menor Ke (11.3%) y en el 2016 el mayor Ki (11.4%). Mientras el menor y mayor L tuvo lugar en el 2017 (36.5%) y 2020 (55.0%), en tanto que t tuvo su menor y mayor porcentaje en el primer bienio: 2016 (25.0%) y 2017 (34.0%). Cada año el Ke fue superior al Ki, y sus medias anuales fueron de 13.9% y 7.9%; el promedio de L fue 45.3% y de t 31.3% (ver parte b de la Tabla 5).

La rentabilidad después de impuesto del activo neto operacional promedio (3.5%) no superó al costo de capital promedio (9.9%). Esta pérdida residual del -6.4% confirma por qué el hotel promedio colombiano destruyó valor económico en el sexenio.

La orientación del valor económico agregado surge de la orientación combinada del indicador UODI/ANO y del costo de capital. La relación UODI/ANO disminuye al comienzo y se mantiene estable hasta el 2018, luego varía. Este comportamiento surge de la mixtura de las orientaciones de los indicadores UODI/ventas y ventas/ANO, que oscilaron cada año, excepto en los bienios 2017-2018 en la UODI/ANO y 2019-2020 en ventas/ANO, donde disminuyeron. No obstante, se aprecia una mayor relación positiva entre UODI/ANO y UODI/ventas que entre UODI/ANO y ventas/ANO, aunque todas ellas fueron mayores en el 2016 y menores en el 2020, cuando precisamente la UODI fue más alta y baja, y cuando se creó y se destruyó mayor EVA. Las medias del margen de utilidad operacional después de impuestos y de la rotación del activo neto operacional fueron de 2.0% y 0.74 veces (ver parte c de la Tabla 5).

La orientación del EVA fue similar al porcentaje de utilidad o pérdida residual. La única utilidad residual se produjo en el 2016 (0.1%) y la mayor pérdida residual en el 2020 (-14.6%), justo cuando se creó y destruyó mayor EVA (ver parte d de la Tabla 5).

El VMA del hotel de alojamiento colombiano fue de \$-6.368 MM al 1 de enero de 2016, con lo que se confirma la destrucción de valor económico durante el sexenio, resultado que difirió con el ROA promedio y la UODI/ANO promedio que fueron positivos, pero que ratificó el ROE promedio negativo del sexenio (ver parte e y c de la Tabla 5 y parte e de la Tabla 4). El EVA promedio destruido por cada peso colocado en activos netos operacionales fue de \$-0.06 COP.

## Discusión

En esta sección se examinan y contrastan los indicadores de crecimiento, eficiencia, eficacia y efectividad de la empresa hotelera en Colombia (HC) con los de la empresa hotelera con mayores ventas en Colombia (HVC) y con la empresa hotelera en países emergentes (HPE), además de los indicadores de gestión de valor de la HC y la HPE.

### Crecimiento

En cifras monetarias, los indicadores de crecimiento como ventas, activos y utilidades y pérdidas neta de la empresa hotelera colombiana fueron menores a los de la empresa hotelera colombiana de mayores ventas, con fluctuaciones semejantes entre los dos grupos de hoteles, pero no entre indicadores, que variaron con frecuencias diferentes. Solo los activos y utilidad (pérdida) neta de los dos grupos hoteleros presentaron su valores más altos y bajos en los mismos años: 2016 y 2020 (ver parte a de las Tablas 2 y 4).

### Eficiencia

El promedio de la rotación del activo fue menor en la HC (0.26 veces) y con una menor variabilidad ( $\sigma = 0.08$  veces), mientras que la HVC fue segunda con 0.28 veces, pero con una inestabilidad intermedia ( $\sigma = 0.09$  veces), en tanto que la HPE logró el mayor promedio de rotación (0.52 veces), pero con una mayor inestabilidad ( $\sigma = 0.18$  veces). La frecuencia de la rotación fue similar en los dos grupos colombianos y mayores a la de los países emergentes. Por lo tanto, las empresas hoteleras colombianas son menos eficientes en el uso de recursos físicos que las empresas hoteleras en países emergentes, aunque la colombiana de mayores ventas logra ser un poco más eficiente que las restantes nacionales. Sin embargo, esta eficiencia fue más inestable en el hotel foráneo y más estable en el hotel colombiano, quedando el hotel de mayores ventas con una estabilidad intermedia (ver Tablas 2, 3 y 4).

### Eficacia

La media del margen de utilidad neta fue menor en la HC (-7.6%) con una mayor inestabilidad ( $\sigma = 27.8\%$ ), mientras que en la HPE fue mayor el margen neto (0.6%) y con mayor estabilidad ( $\sigma = 14.1\%$ ). Entre tanto, la HVC quedó en posición intermedia tanto en el margen neto (-6.3%) como en su estabilidad ( $\sigma = 27.6\%$ ). Este margen fue negativo en los tres grupos en el bienio 2020-2021, pero adicionalmente fue negativo en las dos agrupaciones colombianas en el 2018. El margen neto oscila de manera similar en los dos grupos de empresas hoteleras de Colombia y con mayor frecuencia que la extranjera. Es decir, que la empresa hotelera en Colombia fue la menos eficaz e inestable en el control de costos-gastos, en contraste

con la empresa hotelera de países emergentes que fue la más eficaz y estable en su monitoreo, mientras que la empresa hotelera de mayores ventas en Colombia se mantuvo en segundo lugar en eficacia y estabilidad en la gestión de erogaciones (ver Tablas 2, 3 y 4).

### Apalancamiento financiero

La media del apalancamiento financiero del HVC (353.3%) fue mayor al de la HC (255.0%) y esta a su vez estuvo por arriba de la media de la HPE (142.4%). Esta superioridad se repite anualmente, pero con mayor variabilidad en la HVC ( $\sigma = 61.3\%$ ), seguida de la HC ( $\sigma = 25.2\%$ ) y de la HPE ( $\sigma = 12.5\%$ ), que muestra mayor estabilidad. El apalancamiento financiero tuvo orientaciones diferentes en los tres grupos: en HVC disminuyó al comienzo y final del sexenio y aumentó en el interludio, en HC disminuyó hasta el 2019, luego aumentó, y en HPE aumentó en todo el periodo. Por consiguiente, el hotel con mayores ventas en Colombia usó mayor proporción de deuda con relación al patrimonio, mientras que el hotel en países emergentes hizo menor uso de este apalancamiento, quedando el otro grupo de hoteles colombianos en posición intermedia (ver Tablas 2, 3 y 4).

### Efectividad

La media de la rentabilidad del patrimonio de la HPE (2.9%) fue superior que las de los grupos colombianos: la HC (-5.1%) y la HVC (-6.3%), aunque esta superioridad no se ratifica todos los años. Además, la HPE presentó el *ROE* más estable ( $\sigma = 8.2\%$ ), seguido por la HC ( $\sigma = 9.6\%$ ) y por la HVC ( $\sigma = 17.3\%$ ). Las orientaciones del *ROE* en los dos grupos colombianos fueron semejantes, descendieron hasta el 2018 y luego variaron, mientras que la tendencia en el hotel de países fue aumentar hasta el 2018 y luego disminuir (ver Tablas 2, 3 y 4).

Los motivos por los cuales el *ROE* promedio de la HPE fue superior a los de los grupos colombianos se fundamentaron en su mayor margen neto y su más alta rotación del activo total, además de que se expuso en menos años a un apalancamiento financiero negativo. La HPE logró mantener un *ROE* más estable que sus pares colombianos por su menor inestabilidad del margen de utilidad y del apalancamiento financiero, con lo que logró compensar su mayor variabilidad de la rotación de activos.

Mientras que el menor apalancamiento financiero negativo fue el motivo por la que el *ROE* promedio del HC fue superior al de la HVC, ya que esta última había presentado un mejor margen de utilidad neta y una mayor rotación de activos totales. La mayor variabilidad del *ROE* de la HVC con relación a la HC obedeció principalmente a que su apalancamiento financiero fue más inestable (ver Tablas 2, 3 y 4).

Acorde con lo anterior se puede señalar que la efectividad en la obtención de beneficios para los empresarios de la HPE fue superior a los dos grupos hoteleros colombianos por su mejor eficacia en la

gestión de erogaciones, por su más alta eficiencia en el uso de los activos y por haber utilizado un menor apalancamiento financiero negativo; mientras que en medio nacional la más efectiva fue la HC por haber hecho uso de un menor apalancamiento financiero negativo.

#### Valor económico agregado

El valor económico agregado promedio de la HC fue negativo, confirmando una destrucción de valor en los cinco últimos años. Mientras que en la HPE el promedio del *EVA* también fue negativo, que resultó de cinco años destruyendo valor. En ambos grupos el *EVA* osciló, aunque con diferentes frecuencias. Al inspeccionar sus inductores se halló que la media de la rentabilidad después de impuestos del activo neto operacional fue menor en el HC (3.5%) con respecto a la HPE (3.7%). Esta inferioridad se conservó cuatro años, pues al inicio y final del sexenio fue al contrario. Mientras que la media del costo de capital fue mayor en la HC (9.9%) en relación con la HPE (7.2%). Esta superioridad se presentó en cinco años, menos en el 2018 que fue al revés. La diferencia de las medias del indicador UODI/ANO y el Ko dio origen a pérdidas residuales en la HC de -6.4% y en la HPE de -3.5%; estos porcentajes fueron mejores en la HPE en los últimos cinco años (ver Tablas 3 y 5).

La relación UODI/ANO fue menos estable en la HC ( $\sigma = 5.8\%$ ) en comparación con la HPE ( $\sigma = 4.7\%$ ). Los indicadores oscilaron, aunque con más frecuencia en la HC. Además, el Ko fue más inestable en la HC ( $\sigma = 1.5\%$ ) en comparación con la HPE ( $\sigma = 1.4\%$ ).

El otro inductor, el ANO, fluctuó hasta 2018 y luego creció en la HC; mientras que en la HPE aumentó hasta el penúltimo año, pero descendió al final.

Al revisar el *EVA* promedio que dejó cada unidad monetaria invertida en activos netos operacionales, se encontró que en la HPE fue de \$-0.04 US y en la HC fue de \$-0.06 COP.

#### Hallazgos e implicaciones

La investigación muestra que la empresa hotelera colombiana destruyó valor económico agregado en el sexenio 2016-2021 porque, salvo el 2016, la utilidad operacional después de impuestos fue inferior al costo de capital. Estos resultados fueron respaldados por algunos indicadores promedio de desempeño financiero de origen contable, como utilidad neta, el margen de utilidad neta y el *ROE* que fueron negativos, pero no así por el margen de utilidad operacional y el *ROA* que fueron positivos, lo que justificó su evaluación con indicadores de gestión del valor.

También se encontró que la empresa hotelera de Colombia fue más efectiva que su homóloga de mayores ventas por haber manejado un menor apalancamiento financiero negativo, como se puede deducir de la evaluación del *ROE*.

No obstante, la empresa hotelera en economías emergentes superó en efectividad a los dos grupos hoteleros colombianos por ser más

eficaz en el control de costos-gastos, más eficiente en el uso de sus activos y haber tenido un apalancamiento financiero negativo menor. Aunque también destruyó valor económico agregado en el sexenio, en relación con el activo neto operacional invertido, fue menor al de la empresa hotelera colombiana.

En este sexenio la empresa hotelera no logró cumplir el objetivo financiero de crear valor, por el deterioro de la efectividad, la eficacia, la eficiencia y haber quedado expuesta varios años a un apalancamiento financiero negativo, que fueron desmejoradas aún más en el periodo de la pandemia de covid-19. No obstante, pudo demostrar que, en condiciones menos anormales, el logro de un *EVA* positivo, como ocurrió en el 2016, año en que incluso pudo superar el desempeño financiero de su análoga en países emergentes.

Con esta investigación se analizaron los indicadores de desempeño financiero de origen contable y de gestión del valor de la empresa hotelera de Colombia en el período 2016-2021. No obstante, su alcance no permitió considerar otros factores, como la categorización por estrellas, la edad, el tamaño por monto de activos y la naturaleza jurídica, que serían convenientes ser examinados por otros estudios.

## Conclusiones

El crecimiento de la empresa hotelera de Colombia en el período 2016-2021 fue fluctuante, tal como lo muestra el comportamiento de las ventas, activos y la utilidad neta, aunque con frecuencias diferentes. Esta orientación del crecimiento fue similar en la empresa hotelera colombiana de mayores ventas. En términos absolutos estos valores fueron más altos en el hotel de mayores ventas.

La rentabilidad anual del activo del hotel colombiano fue positiva en cinco años y, en promedio, osciló en casi todos los años. Su orientación dependió más del comportamiento de la eficacia en el monitoreo de erogaciones operacionales que de la eficiencia en la gestión de activos. Mientras que la rentabilidad del patrimonio fue positiva en tres años, pero en promedio fue negativa; fluctuó de manera similar al *ROA* y con relación directa a la eficacia en el control de las erogaciones totales.

El hotel colombiano resultó ser más efectivo (en el sentido que generó una rentabilidad menos negativa) que su homólogo con mayores ventas dado que el rendimiento promedio del patrimonio fue del -5.1% para el primero y del -6.3% para el segundo. La diferencia se debió a que la HC estuvo expuesta a un menor apalancamiento financiero negativo, con lo que pudo sacar ventaja a su menor eficacia en el control de costos-gastos y a su menor eficiencia en el uso de los activos en relación con el hotel colombiano de mayores ventas. No obstante, el *ROE* fue más estable en la HC.

Al confrontarse con la empresa hotelera en países emergentes se encontró que la extranjera fue más efectiva y estable que las dos agrupaciones de hoteles nacionales, dado que su *ROE* fue superior y su desviación estándar inferior.

Los indicadores de gestión de valor del hotel colombiano confirmaron los resultados negativos de algunos indicadores contable que miden el desempeño financiero, como el de *ROE*, margen de utilidad neta y utilidad neta, pero no de otros que sus promedios fueron positivos como el *ROA* y el margen de utilidad operacional. El hotel colombiano destruyó *EVA* en cinco años, y el valor de mercado agregado del sexenio fue negativo, esto debido a que el promedio de la rentabilidad después de impuestos del activo neto operacional fue inferior al promedio del costo de capital. Además, la combinación de sus orientaciones influyó en el comportamiento del *EVA*, como de la utilidad o pérdida residual.

Al comparar estos resultados con los de la empresa hotelera en países emergentes, se encuentra que contrario a los dos grupos de hoteles colombianos los promedios del *ROE* y del margen de utilidad neta fueron positivos. Sin embargo, también, destruyó valor en cinco años y en el sexenio porque no se alcanzaron a cubrir los costos financieros con los rendimientos obtenidos del activo neto operacional. No obstante, esta destrucción valor en relación con el activo neto operacional invertido fue menor que la de la empresa hotelera colombiana porque el promedio de su rendimiento del activo neto operacional fue mayor y el promedio de su costo de capital inferior.

En el periodo 2016-2021 la empresa hotelera en países emergentes superó a su homóloga nacional en eficiencia, eficacia y efectividad, medida por indicadores de desempeño contable y gestión de valor. Sin embargo, en el 2016 sucedió lo contrario, lo que da esperanza que esta situación se pueda revertir a favor de la empresa hotelera colombiana en los siguientes años donde las anomalías locales del periodo se superen. Además, otro factor en contra que influyó sobre la mayor destrucción de valor en la empresa hotelera colombiana fue que utilizó recursos financieros a mayor costo. Estos factores deberán ser tenidos en cuenta para implementar estrategias que mantengan su competitividad en un futuro.

Esta es una investigación aplicada en el área de finanzas corporativa moderna en la que se analiza con indicadores contables tradicionales y de gestión de valor el desempeño financiero del sector hotelero en Colombia en el periodo 2016-2021, comparándolo con su referente nacional de mayores de ventas y con el de países emergentes. Su metodología, sector y periodo analizado la hace inédita; además, suministra información relevante para analistas y empresarios sobre su competitividad.

## Referencias

- Atrill, P. (2017). *Financial management for decision maker* (8<sup>th</sup> ed.). Pearson
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principios de finanzas corporativas* (13<sup>a</sup> ed.). McGraw-Hill.
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2018). *Finanzas corporativas. Enfoque central* (1<sup>a</sup> ed.). Cengage Learning.
- Chen, S., & Dodd, J. L. (1997). Economic Value Added (EVA<sup>TM</sup>): an empirical examination of a new corporate performance measure. *Journal of Managerial Issues*, 9(3), 318–333.
- Damodaran, A. (2022). Archived data-Discount rate estimation [Base de datos]. *Damodaran Online*. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Departamento Administrativo Nacional de Estadística. (2020). *Clasificación industrial internacional uniforme de todas las actividades económicas. Revisión 4 adaptada para Colombia. CIIU Rev. 4 A.C.*[https://www.dane.gov.co/files/sen/nomenclatura/ciiu/CIIU\\_Rev\\_4\\_AC2020.pdf](https://www.dane.gov.co/files/sen/nomenclatura/ciiu/CIIU_Rev_4_AC2020.pdf)
- Departamento Administrativo Nacional de Estadística. (2022). *Producto Interno Bruto desde el enfoque de la producción a precios constantes IV trimestre 2021*. <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/cuentas-nacionales/cuentas-nacionales-trimestrales/pib-informacion-tecnica>
- Dumrauf, G. L. (2017). *Finanzas corporativas: un enfoque latinoamericano* (3. ed.). Alfaomega.
- EMIS professional. (2022). *ISI Emerging Markets Group* [Base de datos]. <https://www.emis.com/professional>
- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2016). *Principios de administración financiera* (14<sup>a</sup> ed.). Pearson
- Gupta, V. K., & Sikarwar, E. (2016). Value creation of EVA and traditional accounting measures: Indian evidence. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 65(4), 436–459. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-01-2014-0008>
- Haro López, D., & Monzón Citalán, R. E. (2020). Valor económico agregado como indicador en la gestión de negocios en las empresas. *Yachana Revista Científica*, 9(2), 39–49. <http://repositorio.ulvr.edu.ec/handle/44000/4052>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, 53, 433–443.
- Obaidat, A. N. (2019). Is economic value added superior to earnings and cash flows in explaining market value added? An empirical study.

- International Journal of Business, Accounting and Finance*, 13(1), 57–69.
- Ortiz Anaya, H. (2018). *Análisis financiero aplicado, bajo NIIF* (16ª ed.). Universidad Externado de Colombia. <https://publicaciones.uexternado.edu.co/gpd-analisis-financiero-aplicado-bajo-niif-16a-edicion-9789587728798.html>
- Revista Dinero*. (2017, julio 21). Ranking 5 mil empresas, 522, 146.
- Revista Dinero*. (2018, junio 21). Ranking 5 mil empresas, 544, 151–152.
- Revista Dinero*. (2019, junio 28). Ranking 5 mil empresas, 568, 151.
- Revista Dinero*. (2020, septiembre 18). Ranking 5 mil empresas, 598, 116–118.
- Revista Dinero*. (2021, julio 25). Ranking 5 mil empresas, 2045, 92.
- Revista Dinero*. (2022, septiembre 10). Ranking 5 mil empresas, 2102, 114.
- Rivera Godoy, J. A. (2017). *Introducción a la administración financiera: fundamentos y aplicaciones para crear valor* (2ª reimpresión.. Universidad del Valle.
- Rivera Godoy, J. A., & Alarcón Morales, D. S. (2012). El cargo de capital en la evaluación del desempeño financiero de empresas innovadoras de confecciones de Cali. *Estudios Gerenciales*, 38(123), 85–99. [https://doi.org/10.1016/s0123-5923\(12\)70206-1](https://doi.org/10.1016/s0123-5923(12)70206-1)
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., & Jordan, B. D. (2019). *Corporate finance* (12<sup>th</sup> ed.) McGraw-Hill Education.
- Salaga, J., Bartosova, V., & Kicova, E. (2015). Economic value added as a measurement tool of financial performance. *Procedia Economics and Finance*, 26, 484–489. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)00877-1](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)00877-1)
- Scarfó, E., Merlo, M., Sandoval-Llanos, J., Vélez-Pareja, I., Castilla-Ávila, P., & Ortiz, D. (2022). *Análisis financiero integral: teoría y práctica*. Alpha editorial.
- Sectorial. (2021). *Informe sector turismo y hotelería*. <https://www.sectorial.co/>
- Sectorial. (2022). *Informe sector turismo y hotelería*. <https://www.sectorial.co/>
- Sharma, A. K., & Kumar, S. (2012). EVA versus conventional performance measures – empirical evidence from India. *Proceeding of ASBBS*, 19(1), 804–815. <http://asbbs.org/files/ASBBS2012V1/PDF/S/SharmaA.pdf>
- Stern, J. M., & Willett, J. T. (2014). A look back at the beginnings of EVA and value based management: an interview with Joel M. Stern. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(1), 39–46. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2422149](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2422149)
- Stewart, G. B. (2000). *En busca del valor*. Ediciones Gestión 2000.

- Superintendencia de Sociedades. (2022). Reportes masivos. *Sistema integrado de información societaria (SIIS)*. <https://siis.ia.supersociedades.gov.co/>
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2022). Tasa anual del crédito corporativo o preferencial. *Tasa de interés y desembolsos por modalidad de crédito*. <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=60955>
- Worthington, A. C., & West, T. (2001). Economic value-added: a review of the theoretical and empirical literature. *Asian Review of Accounting*, 9(1), 67–86. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2169807](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2169807)
- Worthington, A. C., & West, T. (2004). Australian evidence concerning the information content of economic value-added. *Australian Journal of Management*, 29(2), 201–224. <https://doi.org/10.1177/031289620402900204>