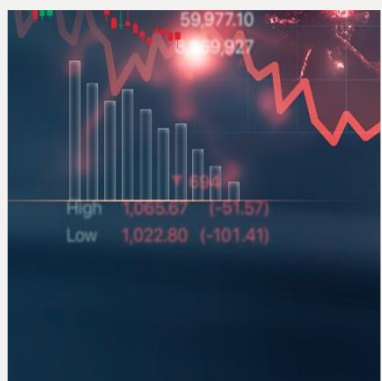


# Informe Especial

## *Mecanismo de Reorganización Empresarial en Colombia*



## Mecanismo de Reorganización Empresarial en Colombia – Desarrollo reciente y expectativas

Editor:

**Andrés Duarte Pérez**

Director de Análisis Financiero  
[andres.duarte@corfi.com](mailto:andres.duarte@corfi.com)

Autor:

**Jaime Andrés Cárdenas**

Analista de Sector Financiero  
[jaime.cardenas@corfi.com](mailto:jaime.cardenas@corfi.com)

- La reorganización empresarial, según lo dispuesto en la ley, tiene dos propósitos fundamentales: darle tiempo y oportunidad a las empresas que pasan por un mal momento para reestablecer sus finanzas y proteger tanto a los acreedores como a la capacidad productiva de la empresa. A cambio de esta protección, se imponen restricciones sobre las acciones de la empresa y se les obliga a cumplirle a sus acreedores con un plan de pagos aprobado por estos.
- El uso adecuado del mecanismo de reorganización evita la entrada a un proceso de liquidación, protege el empleo y aumenta la sostenibilidad de las empresas, por lo que su importancia aumenta durante periodos de bajo crecimiento económico.
- Utilizamos el seguimiento a los procesos de reorganización junto con el análisis financiero agregado de las empresas por sector, para determinar su fortaleza relativa durante diferentes momentos del ciclo económico. Asimismo, podemos identificar las variables críticas para predecir el desempeño futuro de las empresas, en términos del riesgo o probabilidad de entrar en un proceso de reorganización empresarial.
- Frente al difícil panorama económico actual, es esencial que las empresas opten por estrategias que minimicen la probabilidad de enfrentar una reestructuración o una liquidación. Para ello, las organizaciones deben enfocarse en mejorar sus perfiles de liquidez y capital de trabajo, optimizar sus estructuras de capital y adherirse a buenas prácticas de operatividad empresarial. Estas acciones no solo disminuyen el riesgo financiero en tiempos difíciles, sino que también garantizan la confianza entre los diferentes grupos de interés.
- Las empresas que presentan un deterioro en indicadores financieros clave, como la rentabilidad operativa del activo, la cobertura de intereses, la utilidad operativa, los ingresos y el capital de trabajo en relación con sus activos, enfrentan una mayor probabilidad de entrar en un proceso de reorganización en los próximos años. Esta conclusión se basa en el cálculo de la probabilidad de quiebra realizado con la información financiera de las 10.000 empresas más grandes del país publicada por la Superintendencia de sociedades, durante el segundo semestre de cada año.
- Observamos un deterioro en los pronósticos de 2024 frente a 2023. Los resultados coinciden con el deterioro evidenciado en la calidad de la cartera comercial en Colombia durante 2024. Teniendo en cuenta esto, reiteramos la necesidad de mantener y fortalecer este mecanismo para que más empresas contribuyan a la recuperación económica que esperamos se mantenga durante 2025.

**El presente informe tiene como objetivo analizar los factores financieros que han impulsado el incremento de los procesos de reorganización empresarial en los últimos años.** Para esto, utilizamos la información de las 10.000 empresas más grandes del país según su nivel de ingresos y construimos un modelo que, a partir de la situación financiera de las empresas, calcula la probabilidad de entrar en un proceso de reorganización en los años siguientes (modelo de regresión logística explicado más adelante).

20 de febrero de 2025

Complementamos lo anterior con la aplicación del indicador de Altman<sup>1</sup>, un modelo basado en variables financieras como ganancias, deudas, activos, liquidez y reinversión, que permite estimar la probabilidad de que una empresa enfrente dificultades financieras en los próximos años. Finalmente, realizamos un análisis financiero histórico por sector, reconociendo el comportamiento heterogéneo que han tenido las empresas colombianas durante los últimos años.

## Reorganización Empresarial: mecanismo para la continuidad y protección en tiempos de incertidumbre

### Entendimiento de la ley 1116 de 2006

Si bien la colocación de crédito ha sido un apoyo para muchas empresas en los últimos años ante los difíciles momentos, es probable que algunas firmas no contaran con la liquidez ni los recursos necesarios para cumplir con sus obligaciones financieras. En esos casos, su única opción pudo haber sido recurrir a un proceso de reorganización empresarial, cuyo objetivo es reorganizar sus finanzas a través de un plan que permite reestructurar tanto sus compromisos financieros como operativos, asegurando el cumplimiento de todas sus obligaciones pendientes.

La reorganización empresarial, según lo dispuesto en la ley, tiene **dos propósitos fundamentales: darle tiempo y oportunidad a las empresas que pasan por un mal momento para reestablecer sus finanzas y proteger tanto a los acreedores como a la capacidad productiva de la empresa.**

Este proceso suspende temporalmente acciones como cobros, restitución de activos por impagos, ejecución de garantías y la liquidación por pérdidas. Estas medidas buscan mantener la continuidad del negocio al frenar las salidas de efectivo, mientras se protegen la titularidad y el derecho al uso de los activos para no perjudicar el potencial productivo de las empresas.

A cambio de esta protección, se imponen restricciones sobre las acciones de la empresa y se les obliga a cumplirlas a sus acreedores con un plan de pagos aprobado por estos. Esto implica que a partir del momento en que ingresen en el proceso de reorganización, las empresas no podrán cambiar sus estatutos, se deberán restringir los pagos solo a los que están relacionados con el giro ordinario de los negocios, no se podrán vender libremente los activos, y al mismo tiempo, deben entrar en negociaciones con los distintos acreedores para proponer, aprobar y cumplir un plan de pagos.

Para ser admitida una empresa a un proceso de reorganización, esta debe estar en cesación de pagos o en incapacidad de pago inminente. La cesación de pagos ocurre cuando se incumple el pago por más de (90) días de dos o más obligaciones a favor de dos o más acreedores, contraídas en desarrollo de su actividad o tenga por lo menos dos (2) demandas de ejecución presentadas por dos (2) o más acreedores para el pago de obligaciones. En cualquier caso, el valor acumulado de las obligaciones en cuestión deberá representar no menos del diez por ciento (10%) del pasivo total<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> El modelo de Altman es una medida numérica que se utiliza para predecir las probabilidades de que una empresa quiebre en los próximos dos años. El modelo fue desarrollado por el profesor de finanzas estadounidense Edward Altman en 1968 como medida de la estabilidad financiera de las empresas.

<sup>2</sup> Función pública, Ley 1116 de 2006. Por la cual se establece el Régimen de Insolvencia Empresarial en la República de Colombia y se dictan otras disposiciones.

20 de febrero de 2025

En cuanto a la incapacidad de pago inminente, esta se da cuando la empresa acredita la existencia de circunstancias al interior de su organización, que afecten o razonablemente puedan afectar en forma grave, el cumplimiento normal de sus obligaciones, con un vencimiento igual o inferior a un año.

La solicitud de inicio del proceso de reorganización debe venir acompañada de los siguientes documentos:

- Los cinco (5) estados financieros básicos, con corte al último día calendario del mes inmediatamente anterior a la fecha de la solicitud, suscrito por Contador Público o Revisor Fiscal, según sea el caso.
- Un estado de inventario de activos y pasivos, debidamente certificado y valorado, suscrito por Contador Público o Revisor Fiscal, según sea el caso.
- Memoria explicativa de las causas que la llevaron a la situación de insolvencia.
- Un flujo de caja para atender el pago de las obligaciones.
- **Un plan de negocios de reorganización del deudor que contemple no solo la reestructuración financiera, sino también organizacional y operativa, con el fin de solucionar las razones por las cuales es solicitado el proceso.**

Existen ciertas entidades excluidas del régimen de insolvencia establecido por la **Ley 1116 de 2006**, tales como:

- Entidades promotoras de salud.
- Bolsas de Valores y Agropecuarias.
- Entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia.
- Entidades vigiladas por la Superintendencia de Economía Solidaria.
- Las sociedades de capital público, y las empresas industriales y comerciales del Estado nacionales y de cualquier nivel territorial.
- Empresas de servicios públicos domiciliarios.
- Las entidades de derecho público, entidades territoriales y descentralizadas.
- Las demás personas jurídicas que estén sujetas a un régimen especial de recuperación de negocios, liquidación o intervención administrativa para administrar o liquidar.

**En síntesis, el proceso de reorganización busca garantizar la continuidad de las empresas con dificultades para cumplir sus obligaciones a corto plazo, a cambio de restricciones operativas y del cumplimiento de un plan de pagos aprobado por los acreedores.**

**La entrada en un proceso de reorganización implica que las empresas sean viables y demuestren dicha viabilidad a través de la proyección de un flujo de caja que evidencie la capacidad de cumplir con la nueva estructura de deuda acordada.**

20 de febrero de 2025

Si por alguna razón una empresa incumple el acuerdo de reorganización, el proceso siguiente es la liquidación. En esta fase, se remueven a los administradores de la gestión del negocio, se disuelve la persona jurídica y se prohíbe a los administradores y asociados disponer de los activos, para que estos sean utilizados en el pago de los pasivos pendientes. La liquidación tiene como objetivo satisfacer a los acreedores con los recursos disponibles de la empresa que ya no puede seguir operando.

Es importante resaltar que, si no se logra un acuerdo de pagos o este se incumple por parte de la empresa deudora, la empresa pasa de un proceso de reorganización a uno de liquidación, cerrando definitivamente sus operaciones.

## Costos de la reorganización empresarial

Si bien los procesos de reorganización empresarial protegen la titularidad y el derecho del uso de los activos, permitiendo a las empresas continuar operando, en la práctica los costos asociados (directos e indirectos) a un proceso de reorganización son inciertos y, a menudo, pueden ser elevados.

Estos costos no siempre son evidentes de inmediato, pero pueden comprometer tanto la operación diaria como la rentabilidad que se intenta preservar. A continuación, se detallan algunos de ellos:

1. Dificultades con proveedores: aunque durante una reorganización se permite hacer los pagos que son necesarios para que el negocio siga operando, es probable que los proveedores duden en otorgar plazos de pago a empresas en dificultades financieras. Esto puede derivar en mayores costos para adquirir insumos y servicios, lo que incrementa el riesgo operativo.
2. Llegar a una liquidación dada la incapacidad de pagar las obligaciones con el flujo de caja proyectado.
3. Los costos en los que puede incurrir una empresa durante un proceso de reorganización con abogados pueden ser significativos y varían según la complejidad del caso, el tamaño de la empresa y la duración del proceso.
4. Los empleados de una empresa en reorganización pueden llegar a tener bajos rendimientos ante la percepción de inseguridad laboral.
5. Pérdida de confianza por parte de los clientes: algunos clientes podrían optar por la competencia de las empresas en proceso de reorganización, al considerar que su capacidad para suministrar bienes o servicios podría verse comprometida, impactando negativamente en sus ingresos.

20 de febrero de 2025

6. Dificultades de financiamiento: a pesar de los incentivos legales para que el sistema financiero apoye a empresas en reorganización, el riesgo percibido por las entidades financieras suele ser tan elevado que muchas veces prefieren no aceptar la reorganización requerida, lo que limita el acceso a recursos.
7. Cambios en los incentivos empresariales: cuando los recursos generados por las operaciones deben destinarse al pago de deudas en lugar de beneficiar a los accionistas, los administradores pueden optar por no emprender nuevos proyectos rentables o inversiones de capital (*CapEx*), ya que los beneficios se destinarían directamente al pago a los acreedores.
8. Falta de incentivos para maximizar la rentabilidad: ante la obligación de destinar los ingresos al pago de deudas, es menos probable que los administradores asuman riesgos, como la expansión a nuevos mercados en busca de mayores retornos. Esto limita aún más la competitividad y el crecimiento de la empresa.
9. Acceso a fuentes de financiamiento a costos elevados: la falta de fuentes de recursos internos, como las utilidades retenidas, puede obligar a recurrir a fuentes de financiamiento externas (deuda y recursos propios). No obstante, estas fuentes, si están disponibles, suelen tener costos más elevados para empresas en procesos de reorganización frente a las que no, dada la alta percepción del riesgo crediticio.

En definitiva, para una empresa en reorganización, hacer negocios es considerablemente más difícil que para una empresa que no lo está. De ahí, que un proceso de reorganización debe considerarse como la última opción a la cual una empresa quiere llegar.

20 de febrero de 2025

## Estrategias que se adapten al ciclo de vida de la empresa

En este informe identificamos los factores en los que las empresas deben enfocarse para garantizar su sostenibilidad y capacidad de generar valor a largo plazo, independientemente del entorno económico; factores que son cruciales para fortalecer la resiliencia empresarial y asegurar la continuidad operativa ante futuros escenarios de incertidumbre económica.

Es importante destacar que, aunque existen tácticas para reducir el riesgo de insolvencia o superar condiciones económicas adversas, no todas las estrategias son igualmente efectivas para todas las empresas. **Recordemos que cada empresa tiene su propio ciclo de vida, y las estrategias adoptadas deben ajustarse a esa realidad.**

Por ejemplo, una empresa en proceso de reorganización debido a una deuda mal estructurada podría necesitar únicamente tiempo para reorganizar sus finanzas y permitir que sus inversiones generen los resultados esperados. En contraste, una empresa joven que haya crecido rápidamente a través del endeudamiento bancario podría verse obligada a reducir su tamaño para equilibrar sus ingresos y gastos.

La forma en que cada empresa sana sus finanzas dependerá de su situación particular. Lo que sí es claro es que existen prácticas que ayudan a mitigar los riesgos financieros, como los son mantener niveles adecuados de liquidez, establecer plazos de deuda que no impliquen grandes desembolsos en el corto plazo, contar con un conjunto de reglas claras centradas en la creación de valor a largo plazo y el cumplimiento de las obligaciones con los acreedores en el corto plazo. Estas medidas pueden reducir significativamente la probabilidad de enfrentar un proceso de reorganización ante cualquier coyuntura o situación económica.

## Economía en desaceleración: empresas al borde de la reorganización

**En el entorno macroeconómico actual, las empresas se enfrentan a numerosos desafíos que ponen a prueba su capacidad para mantener o mejorar su desempeño, particularmente en la generación de utilidades y la creación de valor para sus accionistas.** La caída en las ventas, el aumento en los costos de las mercancías vendidas y el encarecimiento del financiamiento, tanto de deuda como de capital propio, han deteriorado los márgenes operativos y han dificultado el cumplimiento de las obligaciones crediticias. Esta realidad ha incrementado el riesgo de que las empresas se vean obligadas a iniciar procesos de reorganización o, en el peor de los casos, enfrenten una liquidación total de sus operaciones.

La desaceleración económica ha llevado a muchas empresas a enfrentar dificultades para cumplir con sus obligaciones crediticias. Esta situación ha sido exacerbada por una serie de factores: flujos de caja reducidos, menores niveles de ventas, mayores costos de financiamiento, y márgenes operativos más estrechos. Como resultado, empresas con potencial de generar valor se encuentran en riesgo de enfrentar una reorganización o en el peor de los casos una liquidación y cese de operaciones.

Aunque una estructura de capital óptima y un perfil de liquidez adecuado son fundamentales para mitigar riesgos financieros, una prolongada desaceleración económica puede hacer que estas medidas no sean suficientes para evitar la quiebra. Por ello, herramientas legales como la Ley 1116 de 2006 son esenciales para permitir que las empresas sigan operando bajo protección crediticia y continúen desempeñando su rol generador de empleo.

20 de febrero de 2025

Según datos de la Superintendencia de Sociedades, a diciembre de 2024 se registran 2.900 procesos de reorganización en curso desde 2016, de los cuales 882 se concentran en la capital del país. El incremento en las solicitudes de reorganización es preocupante, ya que entre 2023 y 2024 aumentaron un 48,9%. Del total de procesos, 807 corresponden a reorganizaciones en trámite y 2.093 a reorganizaciones en ejecución.

Dentro de los sectores económicos más impactados por la insolvencia se incluyen Comercio y Manufactura. Estos sectores han enfrentado las mayores dificultades en los últimos meses debido a la reducción del consumo privado y la disminución de la inversión.

Frente a este difícil panorama, es esencial que las empresas opten por estrategias que minimicen la probabilidad de llegar a enfrentar una reorganización o, en el peor de los casos, una liquidación. **Para ello, deben enfocarse en mejorar sus perfiles de liquidez y capital de trabajo, optimizar sus estructuras de capital y adherirse a buenas prácticas operativas. Estas acciones no solo disminuyen el riesgo financiero en tiempos difíciles, sino que también garantizan la confianza entre las diferentes partes interesadas o grupos de interés (stakeholders).**

Cabe resaltar que la liquidez y el capital de trabajo definen el tiempo que una empresa puede operar sin generar nuevas ventas, tanto la liquidez como el capital de trabajo son indicadores de la capacidad de la empresa para seguir funcionando en el corto plazo, incluso si no genera nuevos ingresos. En otras palabras, esto determina cuánto tiempo puede sobrevivir una empresa solo con los recursos que ya tiene, sin depender de nuevos ingresos.

Si una empresa cuenta con suficiente liquidez y un adecuado capital de trabajo, puede continuar operando al cubrir sus gastos, lo que le otorga tiempo para generar ingresos y aprovechar nuevas oportunidades de negocio.

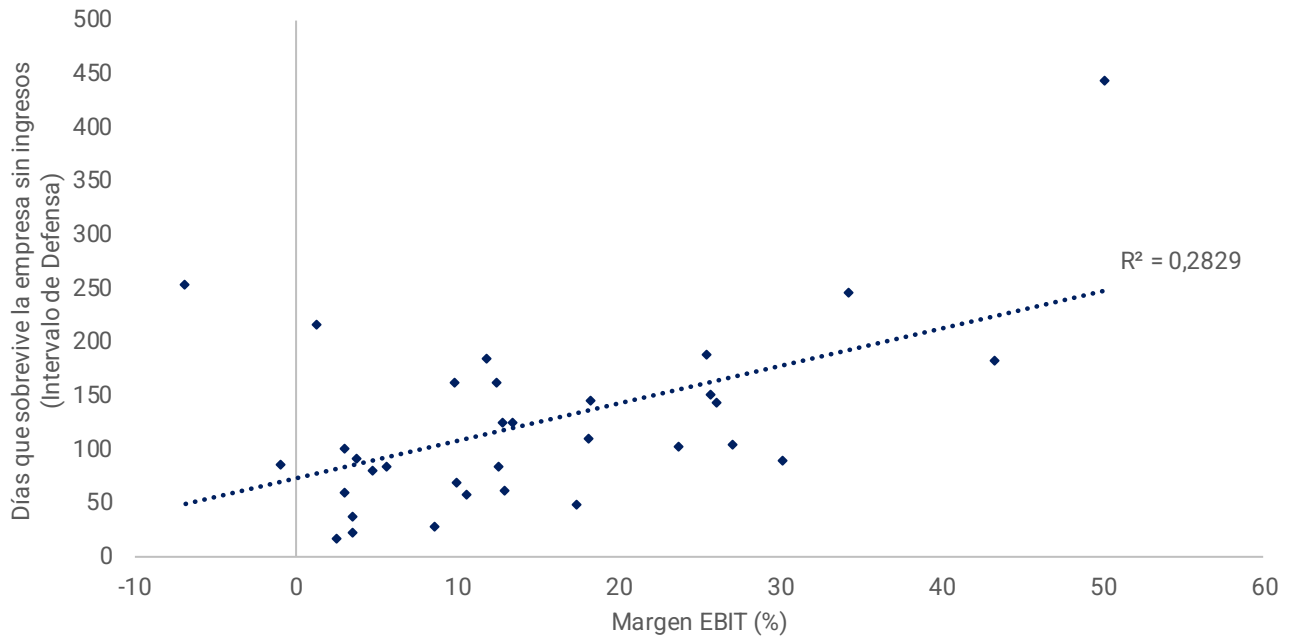
Si bien una estructura de capital óptima, un perfil de liquidez adecuado, y un conjunto de normas robusto son fundamentales para mitigar riesgos financieros, un entorno económico incierto puede hacer que estas medidas no sean suficientes para mitigar por completo el riesgo de quiebra. Por ello, herramientas legales como la **Ley 1116 de 2006 son cruciales para permitir que las empresas sigan operando bajo protección crediticia. Mediante esta ley se facilita la recuperación y conservación de las empresas como unidades económicas generadoras de empleo**, al suspender temporalmente sus obligaciones financieras y permitir reestructuraciones que den viabilidad a las compañías.

En la estructura de capital, una combinación inadecuada entre deuda y recursos propios puede llevar a las empresas a asumir financiamiento a costos elevados. En un entorno económico incierto, mantener un equilibrio óptimo entre ambos no solo es deseable, sino imprescindible. Del mismo modo, los márgenes operativos desempeñan un papel crucial en la capacidad de una empresa para resistir períodos sin ingresos. Empresas con márgenes más altos pueden generar mayores reservas de efectivo, optimizar su estructura de costos y acceder a financiamiento en mejores condiciones, en comparación con las que poseen márgenes más reducidos, permitiéndoles operar por más tiempo sin depender de nuevos ingresos (Gráfico 1).



20 de febrero de 2025

**Gráfico 1. Relación Margen EBIT (%) y Días que sobrevive una empresa sin ingresos**



Fuente: Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana. Corte 30 de septiembre de 2024.

Se utilizan 33 empresas del sector real que participan en el mercado de capitales a través de emisiones de bonos o acciones. Intervalo de defensa: razón entre los activos corrientes excluyendo el inventario y los gastos operativos (incluyendo pagos de intereses e impuestos), corresponde a una medida en días

Margen EBIT: razón entre la utilidad operativa (EBIT) y las ventas.

## Impacto de la desaceleración económica y la respuesta empresarial

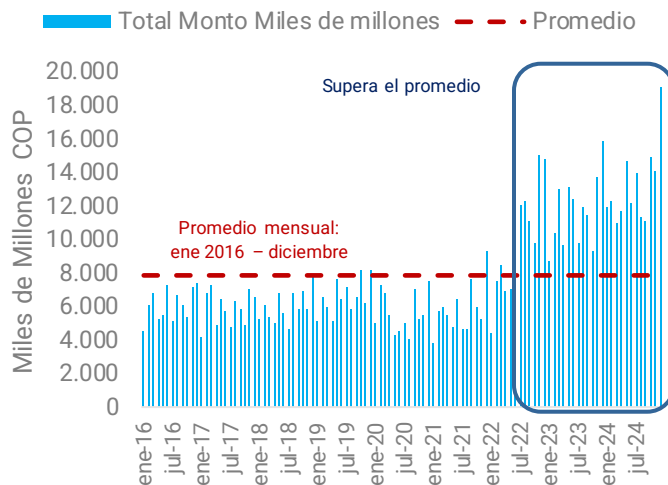
### El Desafío de la Sostenibilidad Empresarial

Uno de los actores más afectados por las difíciles condiciones económicas actuales ha sido el empresariado colombiano en general, que ha visto disminuidos sus márgenes operativos y ha detenido sus proyectos de inversión. La desaceleración económica junto con la incertidumbre ha puesto en aprietos la caja de las empresas, generando dudas sobre su sostenibilidad y generación de valor en el largo plazo.

Desde mediados de 2022, algunas empresas han recurrido a la deuda bancaria como una vía para obtener recursos que les permitan enfrentar la crisis y superar momentos difíciles (Gráfico 2). A pesar de las elevadas tasas de interés, las compañías han priorizado la financiación de sus operaciones y capital de trabajo sobre las inversiones en activos de capital (*CapEx*). De hecho, desde junio de 2022 —cuando los desembolsos empezaron a superar su promedio histórico desde enero de 2016 a diciembre de 2024— el capital de trabajo relativo a los ingresos aumentó del 5,8% al 15,1% (Gráfico 3).

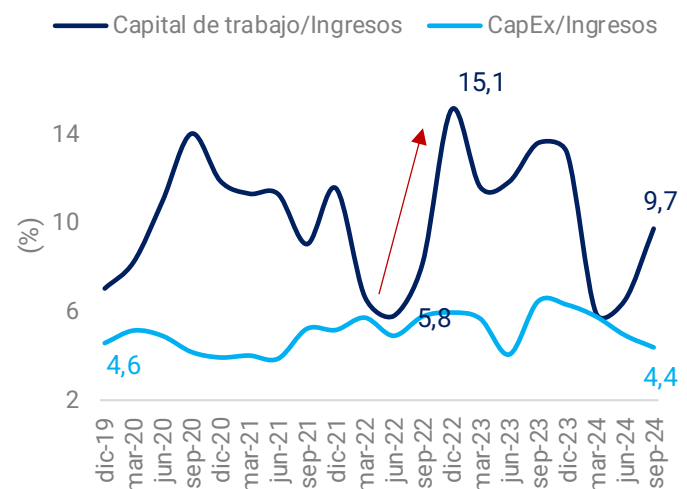
En consecuencia, las empresas han destinado una mayor proporción de sus ingresos al capital de trabajo, en comparación con la destinada a *CapEx*. Esto refleja su enfoque en mantener la operatividad, mientras pueden estar posponiendo nuevas inversiones hasta que las condiciones macroeconómicas mejoren.

**Gráfico 2. Comportamiento Créditos Comerciales Ordinarios**



Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana. Corte diciembre de 2024.

**Gráfico 3. Comportamiento Capital de Trabajo Neto y *CapEx* respecto a los ingresos**



Fuente: Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana. Corte septiembre de 2024. Se utilizaron 33 empresas del sector real que participan en el mercado de capitales a través de emisiones de bonos o acciones. \*Capital de Trabajo = (Activos Corrientes - Pasivos Corrientes). \*Se utiliza la mediana de cada indicador. Indicadores calculados con información últimos 12 meses para cada variable.

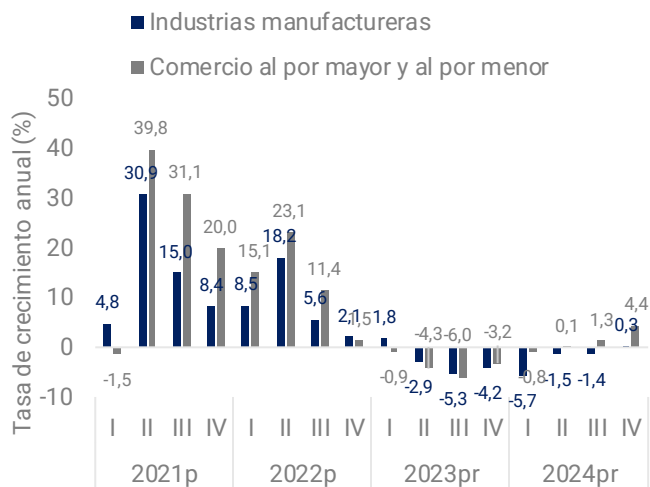
## Aumento de procesos de insolvencia en un contexto de Desaceleración Económica

Con datos a cierre de 2024, el sector manufacturero registró para el cuarto trimestre un crecimiento anual de 0,3%, después de acumular seis trimestres consecutivos de contracción en su crecimiento anual del PIB. El comportamiento del sector manufacturero durante 2024 lo ha posicionado como uno de los más afectados entre las principales ramas de actividad económica, después de explotación de minas y canteras, resaltando su vulnerabilidad dentro del actual contexto económico.

En contraste, el sector de comercio mostró una recuperación para el cuarto trimestre de 2024, con un crecimiento anual de 4,4% en su serie original, tras haber sufrido cinco trimestres de caídas consecutivas, desde primer trimestre de 2023 hasta primer trimestre de 2024.

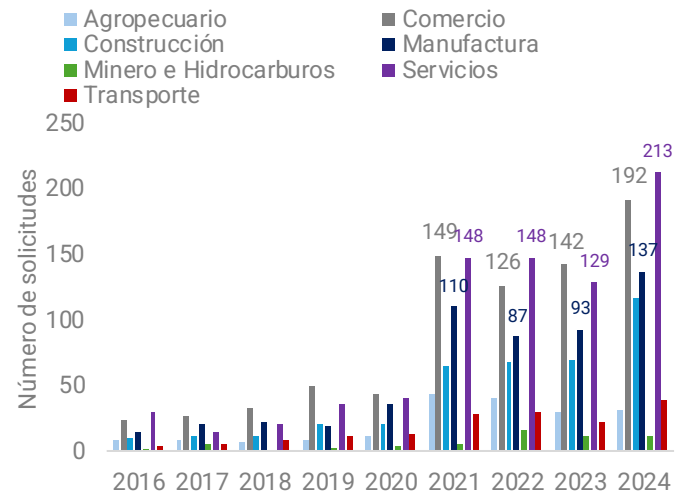
La menor demanda privada, las elevadas tasas de interés frente a años anteriores y la creciente incertidumbre económica han sido factores clave en la debilitada dinámica de ambos sectores (Gráfico 4). La situación crítica en los sectores de manufactura y comercio es particularmente preocupante debido a su peso e importancia en la economía nacional, ya que representan aproximadamente el 32,4% del Valor Agregado total.

**Gráfico 4. Tasa de crecimiento anual (%) (serie original)**



Fuente: Dane. Cálculos: Corficolombiana.

**Gráfico 5. Número de solicitudes de procesos de reorganización por sector según año de apertura**



Fuente: Superintendencia de Sociedades. Cálculos: Corficolombiana. Corte diciembre 2024.

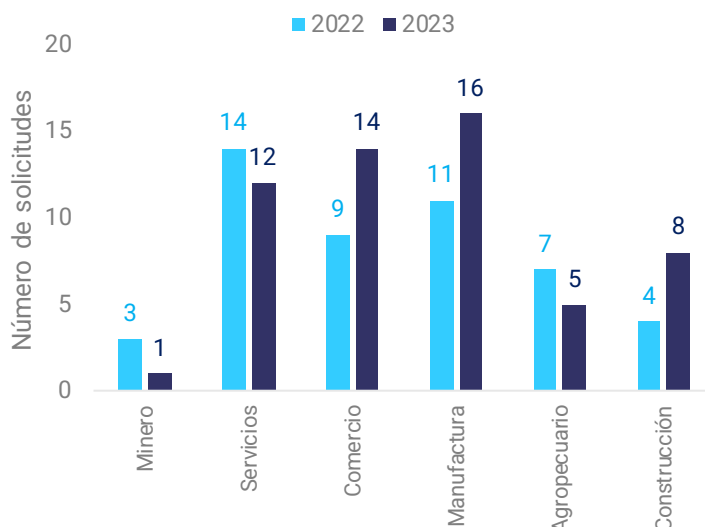
20 de febrero de 2025

En efecto, al analizar el número de solicitudes de procesos de reorganización por sector desde 2016 hasta diciembre de 2024, se evidencia un aumento significativo a partir de 2021, especialmente en los sectores de servicios, manufactura y comercio (Gráfico 5). Este periodo coincide con los efectos de las difíciles condiciones financieras generadas durante la pandemia.

Si enfocamos el análisis en las empresas objeto de nuestro informe, las 10.000 empresas más grandes de Colombia, el patrón es similar. En 2022, 48 empresas iniciaron un proceso de reorganización, mientras que en 2023 la cifra aumentó a 56, correspondiente a un incremento del 16,7%. Los sectores de Comercio, Manufactura y Construcción lideraron este crecimiento entre 2022 y 2023 (Gráfico 6).

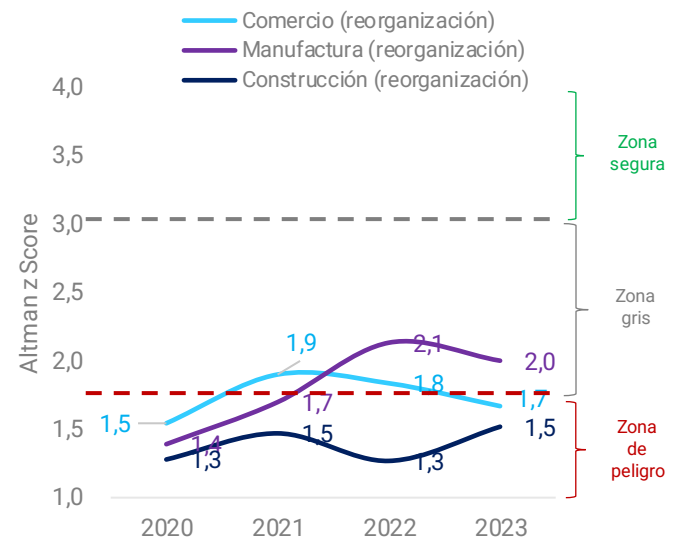
Ante este contexto de desaceleración y una creciente incertidumbre económica, no resulta sorprendente que las empresas enfrenten dificultades para cumplir con sus obligaciones crediticias, y se vean obligadas a iniciar procesos de insolvencia a través de una reorganización.

**Gráfico 6. Número de solicitudes de procesos de reorganización por sector 2022 y 2023 (10.000 empresas más grandes)**



Fuente: Superintendencia de Sociedades. Cálculos: Corficolombiana.

**Gráfico 7. Altman Z-Score empresas que solicitaron una reorganización entre 2022 y 2023 (10.000 empresas más grandes por sector)**



Fuente: Superintendencia de Sociedades. Cálculos: Corficolombiana.

\*Mediana de Altman Z-Score por sector.

\*Se toman estos sectores porque son los que presentaron aumentos en el número de solicitudes de procesos de reorganización dentro de las 10.000 empresas más grandes del país.

20 de febrero de 2025

De hecho, las empresas pueden enfrentar dificultades financieras, pero determinar si están cerca de la quiebra no siempre es sencillo. El indicador de Altman, desarrollado para este propósito, permite evaluar la probabilidad de quiebra a partir de datos financieros clave, como las ganancias, el nivel de endeudamiento, los activos, la liquidez y la reinversión de utilidades.

Para evaluar si la probabilidad de quiebra o iniciar un proceso de reorganización ha aumentado entre las empresas en los últimos años, utilizamos las 10.000 empresas más grandes del país según su nivel de ingresos.

## Modelo de regresión logística y Z de Altman

A partir de lo anterior, surge la siguiente pregunta: **¿Qué factores podrían ser los más influyentes para que las 10.000 empresas más grandes del país, según su nivel de ingresos en 2023, enfrenten una mayor probabilidad de iniciar un proceso de reorganización?**

Para responder esta inquietud desde una perspectiva financiera, analizamos diversos indicadores relacionados con la liquidez, solvencia y rentabilidad, con el objetivo de identificar los factores que han incrementado la probabilidad de incurrir en un proceso de reorganización. Además de eso, se compararon estos indicadores entre las empresas que se sometieron a un proceso de reorganización y aquellas que no lo hicieron.

Primero, se realizó una regresión logística para estimar la probabilidad de quiebra utilizando como variables independientes varios indicadores financieros clave de liquidez, solvencia y rentabilidad, con datos al cierre de 2022. Posteriormente, cruzamos estos resultados con las empresas que entraron en un proceso de reorganización en 2023 para corroborar el ajuste del modelo.

El análisis arrojó la siguiente ecuación:

$$\begin{aligned} \text{Probabilidad de riesgo de quiebra} = & (-12,93920 * \text{ROA}) + (-1,53609 * \text{Ingresos} \\ & \text{Totales/Activos}) + (-29,41770 * \text{Margen EBIT}) + (-0,12179 * \text{EBIT/Gasto de intereses}) + \\ & (1,03613 * \text{Cambio EBIT/Activos}_{2022-2021}) + (-3,03667 * \text{Cambio Capital de Trabajo/Activos} \\ & \text{2022-2021}) \end{aligned}$$

Con esta fórmula, calculamos la probabilidad de quiebra para las 10.000 empresas más grandes y dentro de ellas las empresas en las cuales se tenía la información necesaria para calcular la probabilidad de quiebra, al cierre de 2023. **Los resultados indican que aquellas empresas con un deterioro en indicadores como el ROA (Rentabilidad del Activo), rotación de los activos (Ingresos Totales/Activos), cobertura de intereses (EBIT/Gasto de intereses), EBIT/Activos y capital de trabajo relativo a sus activos (Capital de Trabajo/Activos) evidencian una mayor probabilidad de entrar en un proceso de reorganización en los próximos años.**

En 2022, de las 10.000 empresas más grandes del país según su nivel de ingresos, se contó con información financiera de 5.115. En promedio, la probabilidad de quiebra en este grupo fue del 4,7%, lo que equivale a 242 empresas en riesgo de enfrentarse a un proceso de reorganización en el corto plazo. Para 2023, con datos de 5.648 empresas, la probabilidad promedio de quiebra aumentó al 5,7%, evidenciando que 323 compañías podrían estar en una situación vulnerable. Este incremento, aunque aparentemente leve, no debe subestimarse, ya que refleja un deterioro en la estabilidad financiera de algunas empresas.

20 de febrero de 2025

Asimismo, comparamos los indicadores financieros entre las empresas que se sometieron a reorganización y las que no. En general, las empresas en reorganización desde 2021 presentaron indicadores financieros significativamente peores frente a aquellas que no lo hicieron. Igualmente, experimentaron un mayor incremento en el endeudamiento (Gráfico 11) y una mayor disminución en el margen bruto (Gráfico 15).

No obstante, tanto las empresas que se sometieron a un proceso de reorganización como las que no lo hicieron presentaron niveles similares de capital de trabajo durante 2022 y 2023 (Gráficos 12 y 13). **Esto sugiere que el deterioro financiero que llevó a algunas empresas a enfrentar un proceso de reorganización puede estar vinculado principalmente a una estructura de capital inadecuada, mayor niveles endeudamiento, menor cobertura de intereses (Gráfico 18) y márgenes operativos más bajos (Gráfico 16) frente a empresas que no se sometieron a procesos de reorganización.** (Si se quiere hacer énfasis en el seguimiento por sectores remítase al [Capítulo de Análisis Financiero por sector](#) o a la [Nota Metodológica](#)).

**Nuestro modelo de default pasó de 4,7% al cierre de 2022 al 5,7% al cierre de 2023. Esto implica la expectativa de que el 5,7% del total de las 10 mil empresas más grandes pasen a un proceso de reorganización. Lo anterior implica un crecimiento de 33,4% en las empresas que entran a procesos de reorganización.**

**El desempeño de la cartera comercial en términos de calidad -cartera vencida relativo a su cartera total- parece confirmarnos el ajuste del modelo, la calidad de la cartera al cierre de 2023 fue 3,44% e incrementó a 3,95% a noviembre de 2024, lo cual refleja un aumento de 20,9%. Sin embargo, debemos recordar que, al incluir los castigos, la evolución del deterioro de la calidad de la cartera comercial luce mucho peor.**

Es importante destacar que un proceso de reorganización empresarial no siempre se origina por problemas de liquidez o una estructura de capital desbalanceada. Incluso empresas con buenos indicadores de liquidez y una estructura de capital adecuada pueden enfrentar un proceso de reorganización o liquidación si carecen de un Gobierno Corporativo o de un conjunto de normas sólido que no esté alineado con los objetivos y metas de la organización.

**Complementamos nuestro análisis con la aplicación del indicador de Altman. Este indicador, ampliamente utilizado para medir la probabilidad de quiebra para los próximos años, se calcula mediante la siguiente fórmula:**

$$\text{Altman Z-Score} = 1,2 * \{(\text{Activos Corrientes} - \text{Pasivos Corrientes}) / \text{Total Activos}\} + 1,4 * (\text{Utilidades retenidas} / \text{Total Activos}) + 3,3 * (\text{EBITDA} / \text{Total Activos}) + 0,6 * (\text{Capitalización Bursátil} / \text{Total Pasivos}) + 1,0 * (\text{Ingresos Totales} / \text{Total Activos})$$

20 de febrero de 2025

El resultado permite clasificar a las empresas en tres zonas según su riesgo indicando una probabilidad de quiebra:

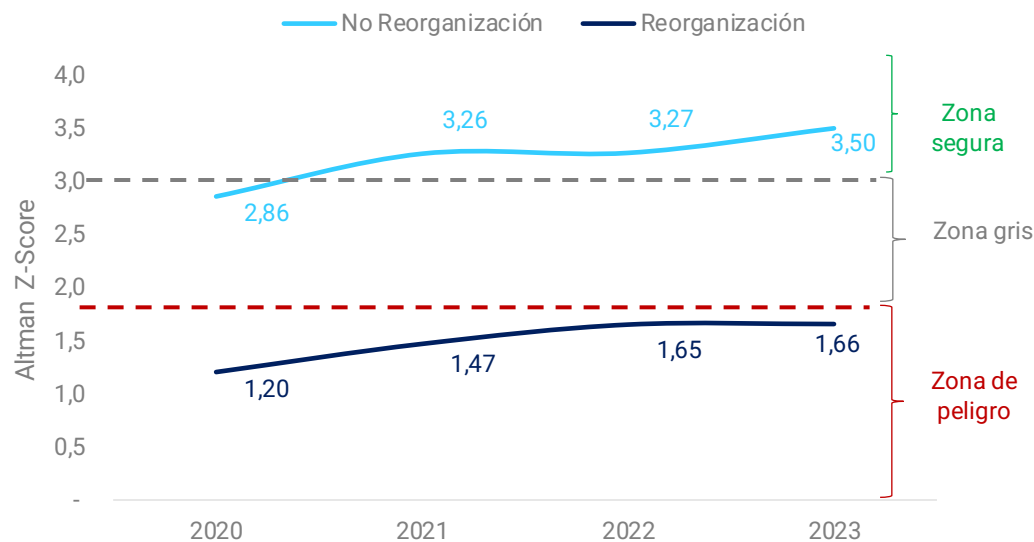
- Altman Z-score superior a 2,99 (**Zona segura**)
- Altman Z-score entre 1,81 y 2,99 (**Zona gris, probabilidad de quiebra en el corto plazo**)
- Altman Z-score inferior a 1,81 (**Zona de peligro de quiebra inminente**)

Para adaptar esta fórmula a las 10.000 empresas más grandes, se realizaron algunos ajustes, como reemplazar el EBITDA por el EBIT (Utilidad operativa) y sustituir la capitalización bursátil por el patrimonio contable, con el fin de estandarizar los indicadores tanto para empresas cuyas acciones cotizan en bolsa como para las que no lo hacen.

Al aplicar este indicador a las empresas que entraron en proceso de reorganización entre 2022 y 2023, se evidenció que los sectores de Comercio, Manufactura y Construcción se encuentran predominantemente en zonas gris y roja desde 2020 hasta 2023, lo que sugiere una mayor probabilidad de enfrentar una quiebra en el corto plazo (Gráfico 7).

Al analizar la mediana del indicador de Altman de todos los sectores agrupados (Agro, Comercio, Construcción, Manufactura, Minero y Servicios) de las 10.000 empresas más grandes del país, se observa que aquellas que se sometieron a procesos de reorganización en 2022 y 2023 estuvieron en zona roja, indicando un alto riesgo de quiebra desde 2020 hasta 2023. En contraste, las empresas que no ingresaron a dichos procesos se mantuvieron en las zonas gris o verde durante el mismo período (Gráfico 8).

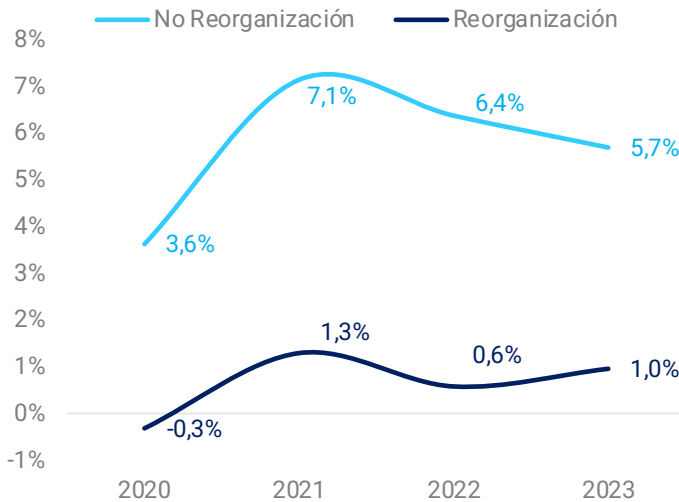
**Gráfico 8. Altman Z-Score empresas que solicitaron una reorganización entre 2022 y 2023 frente a las que no lo hicieron (10.000 empresas más grandes, todos los sectores)**



Fuente: Superintendencia de Sociedades. Cálculos: Corficolombiana.  
 \*Mediana de Altman Z-Score.

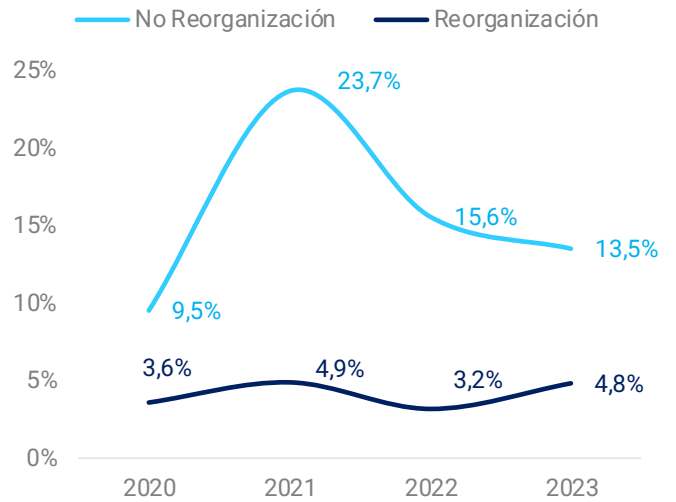
A continuación, se presentan los indicadores utilizados en el análisis:

**Gráfico 9. ROA (Rentabilidad Operativa del Activo)**



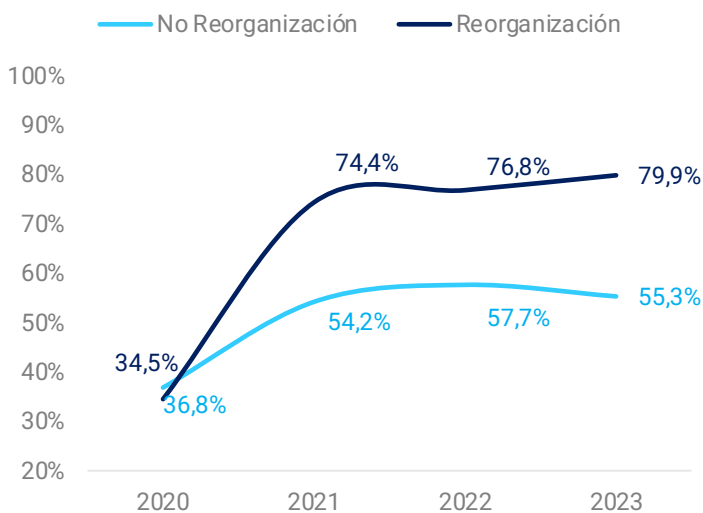
Fuente: Superintendencia de Sociedades. Cálculos: Corficolombiana.  
 \*Mediana del ROA para empresas en proceso de reorganización frente a aquellas sin proceso.

**Gráfico 10. ROE (Rentabilidad Operativa del Capital)**



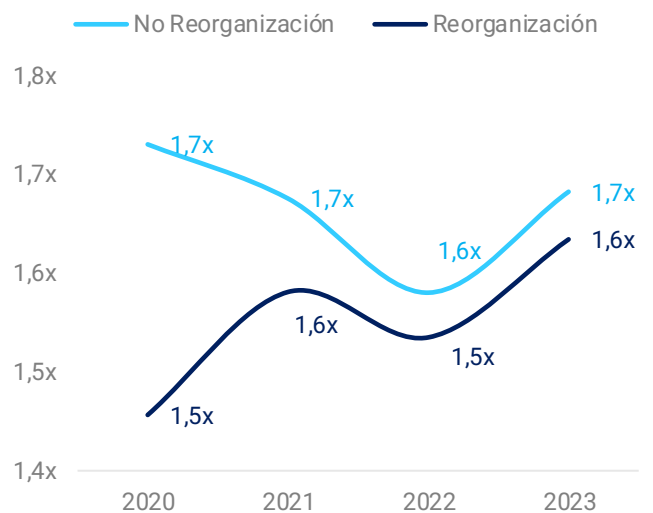
Fuente: Superintendencia de Sociedades. Cálculos: Corficolombiana.  
 \*Mediana del ROE para empresas en proceso de reorganización frente a aquellas sin proceso.

**Gráfico 11. Pasivo/(Pasivo + Patrimonio) (Estructura de Capital)**



Fuente: Superintendencia de Sociedades. Cálculos: Corficolombiana.  
 \*Mediana del Pasivo/(Pasivo + Patrimonio) para empresas en proceso de reorganización frente a aquellas sin proceso.

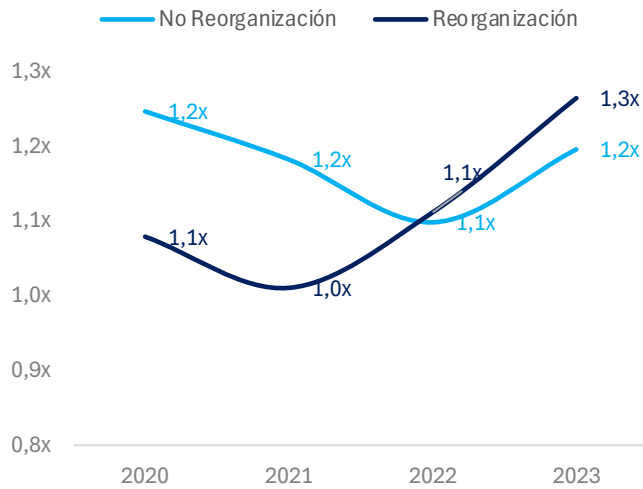
**Gráfico 12. Razón Corriente**



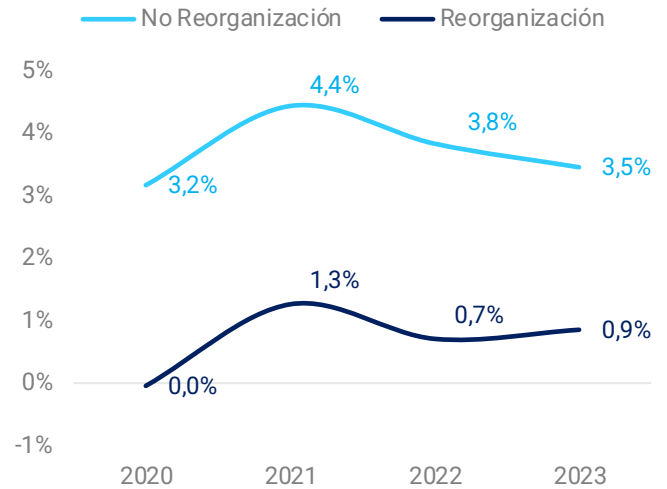
Fuente: Superintendencia de Sociedades. Cálculos: Corficolombiana.  
 \*Mediana de la Razón Corriente para empresas en proceso de reorganización frente a aquellas sin proceso.



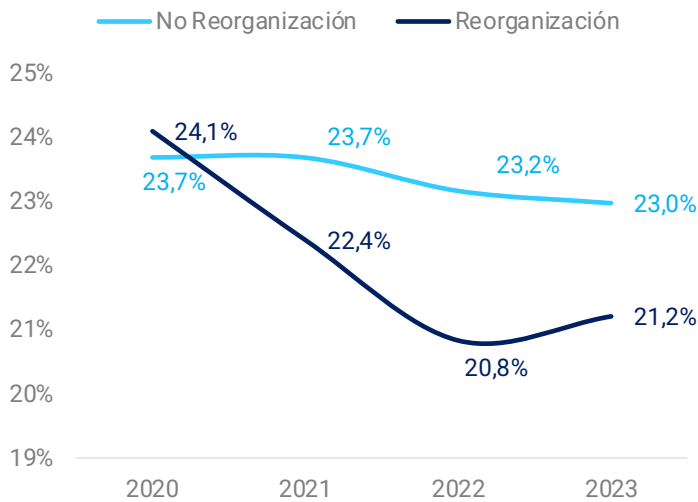
20 de febrero de 2025

**Gráfico 13. Prueba Ácida**


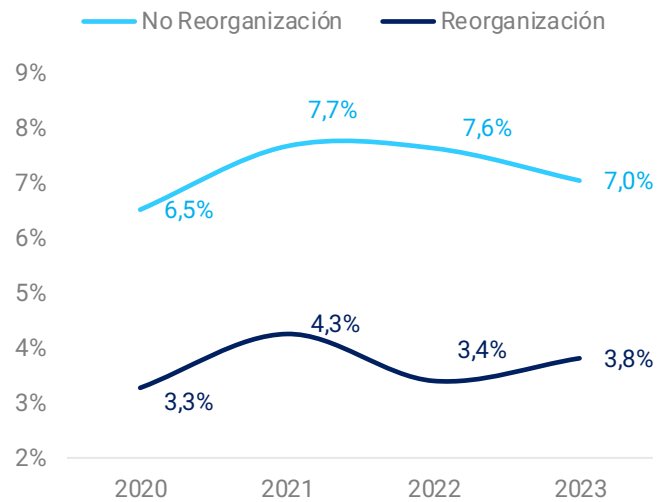
Fuente: Superintendencia de Sociedades. Cálculos: Corficolombiana.  
 \*Mediana de la Prueba Ácida para empresas en proceso de reorganización frente a aquellas sin proceso.

**Gráfico 14. Margen neto**


Fuente: Superintendencia de Sociedades. Cálculos: Corficolombiana.  
 \*Mediana del Margen Neto para empresas en proceso de reorganización frente a aquellas sin proceso.

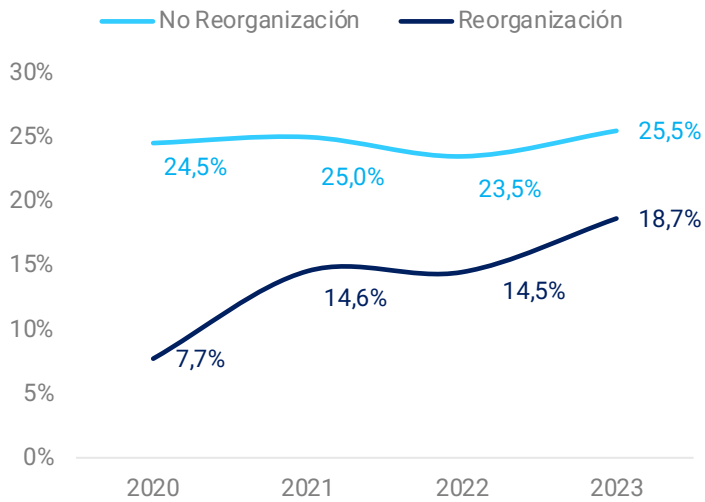
**Gráfico 15. Margen Bruto**


Fuente: Superintendencia de Sociedades. Cálculos: Corficolombiana.  
 \*Mediana del Margen Bruto para empresas en proceso de reorganización frente a aquellas sin proceso.

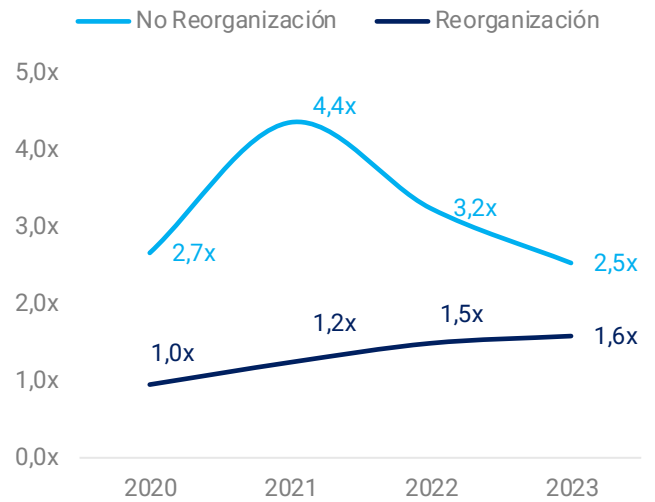
**Gráfico 16. Margen EBIT (Margen Operativo)**


Fuente: Superintendencia de Sociedades. Cálculos: Corficolombiana.  
 \*Mediana del Margen EBIT para empresas en proceso de reorganización frente a aquellas sin proceso.

20 de febrero de 2025

**Gráfico 17. Capital de trabajo/Activos**


Fuente: Superintendencia de Sociedades. Cálculos: Corficolombiana.  
 \*Mediana del Capital de Trabajo/Activos para empresas en proceso de reorganización frente a aquellas sin proceso.

**Gráfico 18. EBIT/Gasto de intereses (Cobertura de intereses)**


Fuente: Superintendencia de Sociedades. Cálculos: Corficolombiana.  
 \*Mediana del EBIT/Gasto de intereses para empresas en proceso de reorganización frente a aquellas sin proceso.

20 de febrero de 2025

## Análisis Financiero por sector

En general, al considerar las 10.000 empresas por sector, se observa que los sectores: agrícola, comercio, construcción, manufactura, minero y servicios experimentaron una recuperación en 2021 tras la pandemia, con aumentos en la rentabilidad y mejoras financieras. Sin embargo, en 2022 y 2023, la rentabilidad y los márgenes operativos disminuyeron, lo que evidencia una mayor presión sobre la eficiencia empresarial. Aunque la liquidez se mantuvo estable, el endeudamiento aumentó y la capacidad para cubrir los gastos financieros se redujo, lo que incrementó la vulnerabilidad de las empresas frente a condiciones adversas.

A continuación el análisis por sector:

**Sector Agrícola:** El análisis de los indicadores financieros del sector agrícola entre 2020 y 2023 evidencia una recuperación significativa en 2021 tras el impacto de la pandemia en 2020, reflejada en el aumento de la rentabilidad (el ROA pasó de 0,56% a 7,03% y el ROE de 1,43% a 18,46%). Sin embargo, en 2022 y 2023, estos indicadores mostraron una disminución constante, reflejando una reducción en la rentabilidad del sector. Los márgenes neto y bruto siguieron una trayectoria similar, con un aumento en 2021 y una posterior caída en los años siguientes.

Por otro lado, la liquidez se mantuvo relativamente estable, pero el endeudamiento aumentó, como lo evidencia el incremento de la relación pasivo/(pasivo + patrimonio) de 37,08% en 2020 a 48,44% en 2022 y la disminución del índice EBIT/gasto de intereses en 2022 y 2023.

A pesar de estos desafíos, el indicador de Altman se mantuvo por encima de 3 desde 2021 hasta 2023, lo que sugiere una posición financiera relativamente sólida. No obstante, la tendencia decreciente en rentabilidad y la eficiencia operativa señala la necesidad de precaución para el futuro cercano.

		Sector Agro			
	Indicador	2020	2021	2022	2023
<b>Rentabilidad</b>	ROA	0,56%	7,03%	5,73%	4,79%
	ROE	1,43%	18,46%	13,63%	10,94%
<b>Liquidez</b>	Razón Corriente	1,44	1,49	1,51	1,46
	Prueba Ácida	1,23	1,27	1,19	1,17
<b>Márgenes</b>	Margen Neto	2,92%	5,07%	4,10%	3,17%
	Margen Bruto	18,34%	19,59%	18,72%	16,77%
	Margen EBIT	7,36%	8,38%	8,22%	7,39%
<b>Operativa</b>	Capital de Trabajo/Activos	9,08%	9,79%	10,12%	9,21%
<b>Endeudamiento</b>	EBIT/Gasto de intereses	2,08	5,32	3,90	2,62
	Pasivo/(Pasivo + Patrimonio)	37,08%	43,92%	48,44%	46,89%
<b>Quiebra</b>	Altman Z-Score	2,71	3,29	3,24	3,35
	Probabilidad quiebra en los próximos años*			5,18%	9,70%

Fuente: Sistema Integrado de Información Societaria (SIIS). SuperSociedades. Cálculos: Corfi Colombiana. Información Financiera de las 10.000 empresas más grandes según su nivel de ingresos de 2023 segmentadas por sector que no están en un proceso de reorganización. Para cada indicador financiero se calcula la mediana a excepción de la probabilidad quiebra en los años siguientes.

\*Dato calculado con la regresión logística obtenida, corresponde al promedio de las 10.000 empresas más grandes según su nivel de ingresos de 2023 que no están en un proceso de reorganización.

20 de febrero de 2025

**Sector Comercio:** El análisis del sector comercio entre 2020 y 2023 muestra que, tras una recuperación en 2021 con aumentos en la rentabilidad (ROA y ROE), se observó una disminución en 2022 y 2023. Los márgenes neto y bruto siguieron una tendencia similar, con mejoras en 2021 y caídas posteriores, lo que evidencia una presión sobre la eficiencia operativa. La liquidez se mantuvo estable, pero el endeudamiento aumentó de manera significativa, con la deuda dentro de sus fuentes de financiamiento pasando de 34,52% en 2020 a 58,49% en 2023, junto con una reducción en la capacidad de cubrir los gastos financieros.

A pesar de estos desafíos, el indicador de Altman mejoró de 3,24 a 3,86, lo que sugiere un bajo riesgo de quiebra. No obstante, la situación financiera requiere un monitoreo constante debido al aumento del nivel de deuda y la reducción en la rentabilidad.

		Sector Comercio			
	Indicador	2020	2021	2022	2023
<b>Rentabilidad</b>	ROA	3,28%	7,82%	6,92%	5,54%
	ROE	12,40%	29,76%	17,90%	13,91%
<b>Liquidez</b>	Razón Corriente	1,54	1,70	1,67	1,58
	Prueba Ácida	0,96	1,09	1,04	0,93
<b>Márgenes</b>	Margen Neto	2,45%	3,57%	3,01%	2,39%
	Margen Bruto	20,80%	21,24%	20,46%	19,64%
	Margen EBIT	4,90%	5,96%	6,02%	4,98%
<b>Operativa</b>	Capital de Trabajo/Activos	28,88%	29,36%	27,83%	30,24%
<b>Endeudamiento</b>	EBIT/Gasto de intereses	2,59	4,17	3,13	2,34
	Pasivo/(Pasivo + Patrimonio)	34,52%	57,83%	61,32%	58,49%
<b>Quiebra</b>	Altman Z-Score	3,24	3,67	3,66	3,86
	Probabilidad quiebra en los próximos años*			3,16%	3,93%

Fuente: Sistema Integrado de Información Societaria (SIIS). SuperSociedades. Cálculos: Corficolombiana. Información Financiera de las 10.000 empresas más grandes según su nivel de ingresos de 2023 segmentadas por sector que no están en un proceso de reorganización. Para cada indicador financiero se calcula la mediana a excepción de la probabilidad quiebra en los años siguientes.

\*Dato calculado con la regresión logística obtenida, corresponde al promedio de las 10.000 empresas más grandes según su nivel de ingresos de 2023 que no están en un proceso de reorganización.

20 de febrero de 2025

**Sector Construcción:** El análisis del sector de la construcción entre 2020 y 2023 evidencia mejoras moderadas en rentabilidad, con el ROA aumentando de 3,34% a 4,23% y el ROE de 10,18% a 11,58%, lo que refleja un uso más eficiente de los activos y mayores retornos para los accionistas. Los márgenes se mantuvieron relativamente estables, aunque el margen bruto disminuyó de 19,66% a 17,16%, lo que sugiere un incremento en los costos operativos.

El endeudamiento aumentó significativamente, como se observa en el incremento de la relación pasivo/(pasivo + patrimonio), que pasó de 40,19% a cerca del 59,92%, y en la reducción de la capacidad de cobertura de los gastos financieros, con el índice EBIT/gasto de intereses bajando de 3,71x a 3,09x.

El indicador de Altman mejoró de 2,21 a 2,69, señalando una disminución en el riesgo de quiebra, aunque aún se mantiene por debajo del umbral de seguridad. Esto sugiere la necesidad de un monitoreo continuo de la estabilidad financiera del sector.

		Sector Construcción			
	Indicador	2020	2021	2022	2023
Rentabilidad	ROA	3,34%	5,18%	4,19%	4,23%
	ROE	10,18%	17,79%	11,25%	11,58%
Liquidez	Razón Corriente	2,81	2,43	2,31	2,32
	Prueba Ácida	2,00	1,83	1,67	1,78
Márgenes	Margen Neto	5,12%	5,19%	4,66%	4,74%
	Margen Bruto	19,66%	19,30%	18,46%	17,16%
	Margen EBIT	9,29%	8,98%	8,30%	8,73%
Operativa	Capital de Trabajo/Activos	37,23%	36,98%	36,18%	40,11%
Endeudamiento	EBIT/Gasto de intereses	3,71	4,90	3,78	3,09
	Pasivo/(Pasivo + Patrimonio)	40,19%	56,25%	60,73%	59,92%
Quiebra	Altman Z-Score	2,21	2,50	2,44	2,69
	Probabilidad quiebra en los próximos años*			6,89%	6,47%

Fuente: Sistema Integrado de Información Societaria (SIIS). SuperSociedades. Cálculos: Corficolombiana. Información Financiera de las 10.000 empresas más grandes según su nivel de ingresos de 2023 segmentadas por sector que no están en un proceso de reorganización. Para cada indicador financiero se calcula la mediana a excepción de la probabilidad quiebra en los años siguientes.

\*Dato calculado con la regresión logística obtenida, corresponde al promedio de las 10.000 empresas más grandes según su nivel de ingresos de 2023 que no están en un proceso de reorganización.

**Sector Manufactura:** El sector manufacturero muestra una mejora en la rentabilidad entre 2020 y 2023, con un aumento del ROA de 4,06% a 6,05% y del ROE de 8,64% a 13,99%, lo que refleja una mayor eficiencia en el uso de los activos y un incremento en los retornos para los accionistas. Los márgenes se mantuvieron estables, con el margen neto cercano al 4% y un ligero incremento en el margen EBIT.

Sin embargo, el endeudamiento aumentó. A pesar de ello, el indicador de Altman mejoró de 2,58 a 3,28, lo que sugiere una reducción en el riesgo de quiebra para los próximos años.

20 de febrero de 2025

		Sector Manufactura				
		ROA	4,06%	6,42%	6,28%	6,05%
Rentabilidad	ROE	8,64%	19,84%	14,79%	13,99%	
	Razón Corriente	1,69	1,61	1,53	1,64	
Liquidez	Prueba Ácida	1,10	1,01	0,91	1,07	
	Margen Neto	3,89%	4,80%	4,21%	4,27%	
Márgenes	Margen Bruto	24,94%	23,76%	23,61%	24,59%	
	Margen EBIT	7,72%	8,32%	8,61%	8,79%	
	Capital de Trabajo/Activos	21,71%	21,78%	20,60%	22,54%	
Operativa	EBIT/Gasto de intereses	8,67%	10,43%	11,76%	12,32%	
Endeudamiento	Pasivo/(Pasivo + Patrimonio)	38,73%	53,74%	57,11%	53,30%	
	Altman Z-Score	2,58	2,92	3,00	3,28	
Quiebra	Probabilidad quiebra en los próximos años*			4,69%	4,87%	
	ROA	4,06%	6,42%	6,28%	6,05%	

Fuente: Sistema Integrado de Información Societaria (SIIS). SuperSociedades. Cálculos: CorfiColombiana. Información Financiera de las 10.000 empresas más grandes según su nivel de ingresos de 2023 segmentadas por sector que no están en un proceso de reorganización. Para cada indicador financiero se calcula la mediana a excepción de la probabilidad quiebra en los años siguientes.

\*Dato calculado con la regresión logística obtenida, corresponde al promedio de las 10.000 empresas más grandes según su nivel de ingresos de 2023 que no están en un proceso de reorganización.

**Sector Minero:** El sector minero experimentó una notable recuperación entre 2020 y 2023. El ROA mejoró de -0,50% en 2020 a 11,36% en 2022, antes de disminuir a 8,05% en 2023, mientras que el ROE siguió una tendencia similar. Los márgenes de rentabilidad aumentaron hasta 2022 pero disminuyeron ligeramente en 2023. El capital de trabajo sobre activos incrementó, indicando mejor gestión del capital. La capacidad para cubrir gastos financieros mejoró hasta 2022 (EBIT/Gasto de intereses), pero se redujo en 2023. El endeudamiento disminuyó a 42,75% en 2023. El Altman Z-Score pasó de 2,11 a 3,28, sugiriendo menor riesgo de quiebra. Aunque hay señales positivas, la reciente disminución en rentabilidad y cobertura de intereses indica que el sector aún enfrenta desafíos y requiere seguimiento.

		Sector Minero			
Indicador		2020	2021	2022	2023
Rentabilidad	ROA	-0,50%	6,93%	11,36%	8,05%
	ROE	-1,21%	16,68%	20,53%	15,04%
Liquidez	Razón Corriente	1,71	1,65	1,56	1,75
	Prueba Ácida	1,36	1,30	1,33	1,51
Márgenes	Margen Neto	1,17%	8,04%	10,40%	7,34%
	Margen Bruto	17,03%	25,14%	28,33%	25,01%
	Margen EBIT	5,59%	12,67%	17,60%	12,27%
Operativa	Capital de Trabajo/Activos	12,99%	15,55%	17,53%	20,07%
Endeudamiento	EBIT/Gasto de intereses	1,13	5,72	9,33	3,94
	Pasivo/(Pasivo + Patrimonio)	40,65%	44,74%	47,22%	42,75%
Quiebra	Altman Z-Score	2,11	2,89	3,17	3,28
	Probabilidad quiebra en los próximos años*			4,59%	12,75%

20 de febrero de 2025

Fuente: Sistema Integrado de Información Societaria (SIIS). SuperSociedades. Cálculos: Corficolombiana. Información Financiera de las 10.000 empresas más grandes según su nivel de ingresos de 2023 segmentadas por sector que no están en un proceso de reorganización. Para cada indicador financiero se calcula la mediana a excepción de la probabilidad quiebra en los años siguientes.

\*Dato calculado con la regresión logística obtenida, corresponde al promedio de las 10.000 empresas más grandes según su nivel de ingresos de 2023 que no están en un proceso de reorganización.

**Sector Servicios:** El sector servicios registró un aumento en rentabilidad en 2021, con un ROA del 7,27% y un ROE del 22,23%. Sin embargo, en 2022 y 2023, la rentabilidad disminuyó. Los márgenes mejoraron en 2021, pero se redujeron en los años siguientes, lo que evidencia presión operativa. Los indicadores de liquidez se mantuvieron estables y por encima de 1,5x, reflejando una adecuada solvencia a corto plazo.

El endeudamiento aumentó y la cobertura de intereses disminuyó, lo que indica un mayor apalancamiento y una menor capacidad para cubrir los gastos financieros. Aunque el Altman Z-Score mejoró, sugiriendo un menor riesgo de quiebra en el corto plazo, la disminución en la rentabilidad y la cobertura de intereses requiere un monitoreo constante.

		Sector Servicios			
	Indicador	2020	2021	2022	2023
<b>Rentabilidad</b>	ROA	4,88%	7,27%	6,24%	6,04%
	ROE	10,34%	22,23%	14,17%	13,67%
<b>Liquidez</b>	Razón Corriente	1,67	1,61	1,52	1,57
	Prueba Ácida	1,60	1,53	1,45	1,50
<b>Márgenes</b>	Margen Neto	3,74%	5,78%	5,18%	4,42%
	Margen Bruto	39,57%	40,87%	39,23%	38,85%
	Margen EBIT	7,36%	10,04%	9,19%	9,03%
<b>Operativa</b>	Capital de Trabajo/Activos	20,72%	18,36%	17,43%	20,15%
<b>Endeudamiento</b>	EBIT/Gasto de intereses	2,99	4,86	3,46	2,64
	Pasivo/(Pasivo + Patrimonio)	38,72%	51,33%	54,36%	53,99%
<b>Quiebra</b>	Altman Z-Score	2,69	3,21	3,23	3,46
	Probabilidad quiebra en los próximos años*			7,12%	8,11%

Fuente: Sistema Integrado de Información Societaria (SIIS). SuperSociedades. Cálculos: Corficolombiana. Información Financiera de las 10.000 empresas más grandes según su nivel de ingresos de 2023 segmentadas por sector que no están en un proceso de reorganización. Para cada indicador financiero se calcula la mediana a excepción de la probabilidad quiebra en los años siguientes.

\*Dato calculado con la regresión logística obtenida, corresponde al promedio de las 10.000 empresas más grandes según su nivel de ingresos de 2023 que no están en un proceso de reorganización.

## Nota Metodológica

Para analizar y evaluar el comportamiento de las 10.000 empresas más grandes de Colombia según su nivel de ingresos, se utilizó como referencia la información financiera proporcionada por la Superintendencia de Sociedades y otras fuentes de datos suministradas por la misma entidad. Los indicadores financieros relevantes para la regresión logística se seleccionaron en función de su significancia estadística en la ecuación.

Dentro de los indicadores financieros utilizados se consideraron los siguientes indicadores:

- $ROA = \text{Utilidad neta} / ((\text{Total Activos}_{t-1} + \text{Total Activos}_t) / 2)$
- $ROE = \text{Utilidad neta} / ((\text{Total Patrimonio}_{t-1} + \text{Total Patrimonio}_t) / 2)$
- $\text{Estructura de Capital} = \text{Pasivo} / (\text{Pasivo} + \text{Patrimonio})$
- $\text{Razón Corriente} = \text{Activos Corrientes} / \text{Pasivos Corrientes}$
- $\text{Prueba Ácida} = (\text{Activos Corrientes} - \text{Inventarios}) / \text{Pasivos Corrientes}$
- $\text{Deuda Financiera} / \text{Patrimonio} = (\text{Deuda Financiera Corto plazo} + \text{Deuda Financiera Largo plazo}) / \text{Patrimonio}$
- $\text{Altman Z-Score} = 1.2 * \{(\text{Activos Corrientes} - \text{Pasivos Corrientes}) / \text{Total Activos}\} + 1.4 * (\text{Utilidades retenidas} / \text{Total Activos}) + 3.3 * (\text{EBIT} / \text{Total Activos}) + 0.6 * (\text{Patrimonio} / \text{Total Pasivos}) + 1.0 * (\text{Ingresos Totales} / \text{Total Activos})$
- $\text{Margen Neto} = \text{Utilidad Neta} / \text{Ingresos Totales}$
- $\text{Margen Bruto} = \text{Utilidad Bruta} / \text{Ingresos Totales}$
- $\text{Margen EBIT} = \text{Utilidad Operativa} / \text{Ingresos Totales}$
- $\text{Rotación Activo} = \text{Ingresos Totales} / \text{Activos}$
- $\text{Índice de cuentas por pagar a cuentas por cobrar} = \text{Cuentas por Pagar} / \text{Cuentas por Cobrar}$
- $\text{Índice de Capital de Trabajo} = \text{Capital de Trabajo} / \text{Activos}$
- $\text{Cobertura de Intereses} = \text{EBIT} / \text{Gasto de intereses}$
- $\text{Multiplicador del Capital} = \text{Activo} / \text{Patrimonio}$
- $\text{Capacidad de Pago} = (\text{Deuda Financiera a Corto plazo} + \text{Deuda Financiera a Largo plazo}) / \text{EBIT}$

Las fuentes que se utilizaron provienen de los estados financieros que reporta cada compañía y que publica la Superintendencia de Sociedades a través del Sistema Integrado de Información Societaria (SIIS).



## Equipo de investigaciones económicas

### César Pabón Camacho

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-601) 3538787 Ext. 70009

[cesar.pabon@corfi.com](mailto:cesar.pabon@corfi.com)

### Macroeconomía y Mercados

---

#### Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-601) 3538787 Ext. 70231

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

#### Gabriela Bautista

Analista Contexto Externo

(+57-601) 3538787 Ext. 70496

[gabriela.bautista@corfi.com](mailto:gabriela.bautista@corfi.com)

#### Nicolas Cruz Walteros

Analista Economía Local

(+57-601) 3538787 Ext. 69628

[nicolas.cruz@corfi.com](mailto:nicolas.cruz@corfi.com)

#### Felipe Espitia

Analista Senior Renta Fija

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

[felipe.espitia@corfi.com](mailto:felipe.espitia@corfi.com)

#### Alejandra Gacha

Analista economías Sudamérica

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

[alejandra.gacha@corfi.com](mailto:alejandra.gacha@corfi.com)

#### Mateo Pardo

Analista economías

Centroamérica

(+57-601) 3538787 Ext. 69628

[mateo.pardo@corfi.com](mailto:mateo.pardo@corfi.com)

#### Maria Paula Castañeda

Estudiante en práctica

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

[maria.castaneda@corfi.com](mailto:maria.castaneda@corfi.com)

### Análisis Financiero

---

#### Andrés Duarte

Director de Análisis Financiero

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

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

#### Jaime Cárdenas

Analista de Sector Financiero

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

[jaime.cardenas@corfi.com](mailto:jaime.cardenas@corfi.com)

#### Daniel Monroy

Analista de Finanzas Corporativas

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

[danielf.monroy@corfi.com](mailto:danielf.monroy@corfi.com)

### Análisis Sectorial y Sostenibilidad

---

#### Fabián Osorio Quintero

Director de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

[cristhian.osorio@corfi.com](mailto:cristhian.osorio@corfi.com)

#### Dino Francisco Córdoba

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

[dino.cordoba@corfi.com](mailto:dino.cordoba@corfi.com)

#### Andrés Gallego

Analista de Sectores y

Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

[andres.gallego@corfi.com](mailto:andres.gallego@corfi.com)

20 de febrero de 2025

**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"). 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.

CORFICOLMBIANA 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. Corfi colombiana 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 CORFICOLMBIANA, 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.