

**REPORTE BURKENROAD: COLTEJER S. A.**

**MARISOL MONTOYA GÓMEZ  
LUIS FELIPE GUEVARA ARCILA**

**UNIVERSIDAD EAFIT  
ESCUELA DE ECONOMÍA Y FINANZAS  
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA  
MEDELLÍN  
2018**

**REPORTE BURKENROAD: COLTEJER S. A.**

**Trabajo presentado como requisito parcial para optar al título de magíster  
en Administración Financiera**

**MARISOL MONTOYA GÓMEZ<sup>1</sup>  
LUIS FELIPE GUEVARA ARCILA<sup>2</sup>**

**Asesor: Julián Pareja Vasseur, Ph. D. (c)**

**UNIVERSIDAD EAFIT  
ESCUELA DE ECONOMÍA Y FINANZAS  
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA  
MEDELLÍN  
2018**

---

<sup>1</sup> mmontoya@isa.com.co

<sup>2</sup> lfguevara@isagen.com.co

**Nombre de la compañía**  
Coltejer S. A.

Fecha de valoración: diciembre 31 de 2017

**Recomendación:** vender si se considera que el precio de la acción presentó una desvalorización del 48,99% en el primer trimestre de 2018, además de los factores externos que han impactado en sentido negativo los resultados financieros de la empresa, como son las importaciones de productos asiáticos, la competencia desleal y las prácticas de *dumping*, el contrabando y la subfacturación.

#### Precio de la acción y valor del IGBC

Valor del índice: IGBC: 11.528,66 puntos

Precio de la acción a 31 de diciembre de 2017: COP1.990

Valor de la acción a 31 de diciembre de 2017: COP1.330

#### Tabla de valoración con los datos financieros más destacados

	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Margen Operacional	-4,53%	-4,19%	-3,86%	-3,86%	-3,86%	-3,86%
NOPLAT	(7.857)	(7.421)	(6.964)	(7.104)	(7.246)	(7.391)
FCLO	(38.728)	(33.358)	(27.832)	(24.828)	(22.242)	(19.944)
WACC	9,65%	9,78%	9,93%	9,98%	10,06%	10,13%
ROIC	-2,28%	-2,00%	-1,78%	-1,73%	-1,71%	-1,69%
FCL-NO	49.291	47.078	45.141	43.453	41.990	40.731

Fuente: Elaboración propia

#### Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios

Nemotécnico: COLTEJER

Capitalización bursátil: COP700.000.000.000

Número de acciones en circulación: 70.000.000

Bursatilidad: baja

Precio de base: COP1.015

Cotiza en: Bolsa de Valores de Colombia

Beta: 1,02

Rango en el último año: COP1.990 a COP2.000

#### Apreciación global de la compañía

Localización: Itagüí, Colombia

Industria: textil

Descripción: compañía textil latinoamericana dedicada a la fabricación y la comercialización de productos textiles y de confección de alta calidad

Productos y servicios: fabricación de textiles como driles, índigos y no tejidos

Sitio web de la compañía: <http://www.coltejer.com.co>

#### Analistas:

Marisol Montoya Gómez

Luis Felipe Guevara Arcila

#### Directora de la investigación de inversión:

Sandra Constanza Gaitán Riaño

#### Asesor de investigación:

Julián Pareja Vasseur

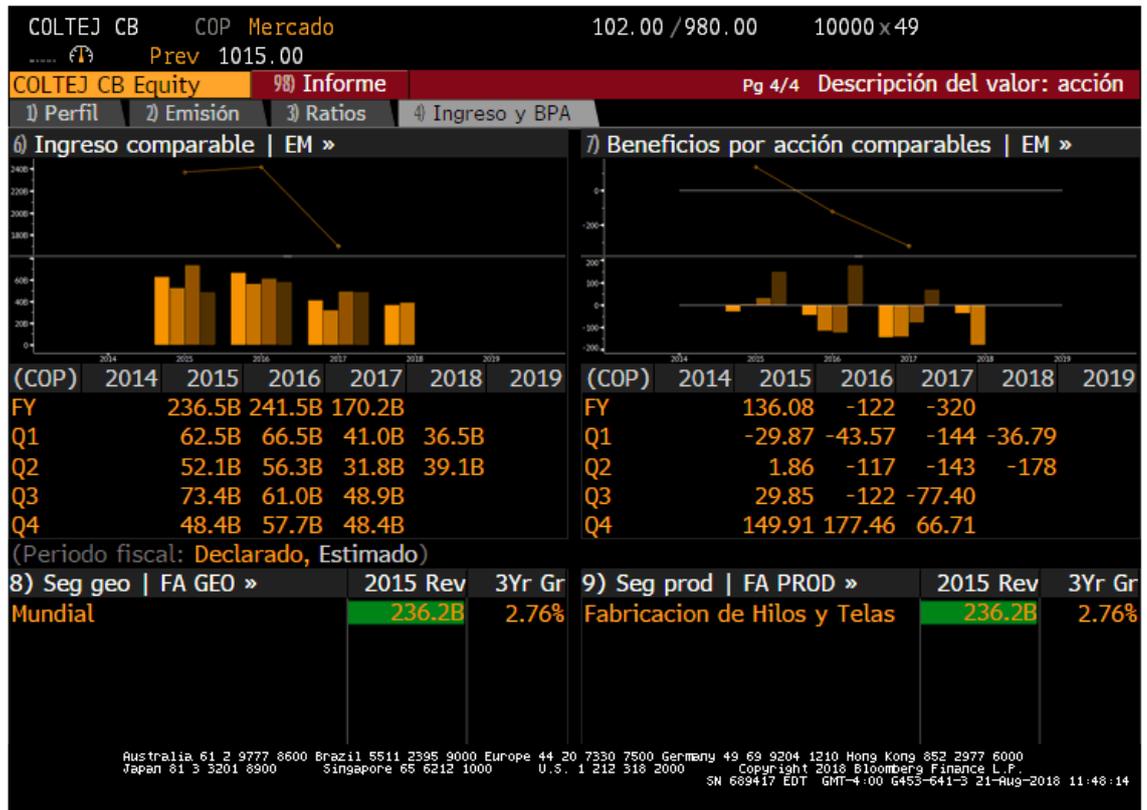
## DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

Figura 1. Desempeño de la acción durante los últimos cinco años



Fuente: Bloomberg (2018)

Figura 2. Beneficios por acción



Fuente: Bloomberg (2018)

La acción de Coltejer al cierre de 2013 presentaba una cotización de \$2.100, al finalizar el año 2017 cerró con un valor de \$1.990 y presentó un comportamiento volátil entre 2013 y agosto de 2014; sin embargo, a partir de dicha fecha no presentó variaciones significativas hasta mediados de mayo de 2017. Entre junio y diciembre de 2017 se evidenció una tendencia a la baja.

Figura 3. Información accionaria

COLTEJ CB		COP Mercado		102.00 / 980.00		10000 x 49				
Prev		1015.00								
COLTEJ CB Equity		Informe		Pg 2/4 Descripción del valor: acción						
1) Perfil		2) Emisión		3) Ratios		4) Ingreso y BPA				
6) Oferta pública   CACS »				8) Tenencias instituc   OWN »						
Oferta pública no está disponible.				Titulares				8		
				Acciones				26.11M		
				Vigentes/Flot				37.3%/27.8%		
				Compradores/vend				1/0		
				Compradas				761.96k		
9) Info de emisión   RELS »				10) Pnd acc   WGT »				11) Tenencias internas   OWN »		
Valor	Common Stock							Porcentaje	N.A.	
Bolsa pr	Bolsa Colomb	PAR	COP	10k					Cambio neto últ 6M	N.A.
Pri MIC	XBOG							12) Accionistas   HDS »		
Incorp	COLOMBIA							desde 08/21/2018		
FIGI	BBG000HY4JM6							KALTEX LATINOAMERICA ...	47.49%	
ISIN	COD02PA00018							GRUPO MCM COLOMBIA S...	15.43%	
SEDOL1	B13WNS8 CO	Núm	WPK	A1CONR					KALTEX AMERICA INVEST...	12.77%
Compromiso RI BVC	N							PATRIMONIO AUTO TENE...	6.60%	
				Deriv/Mrgn				MOSJAK SA	3.43%	
				Opciones no disponi...				VIGORIS SA	3.43%	
								GAMMA INVESTMENT SP	2.29%	
<small>Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000                  Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2018 Bloomberg Finance L.P.                  SN 689417 EDT GMT-4:00 G453-641-3 21-Aug-2018 11:47:39</small>										

Fuente: Bloomberg (2018)

Figura 4. Información accionaria

COLTEJ CB		COP Mercado	102.00 / 980.00	10000 x 49
..... ₱		Prev 1015.00		
COLTEJ CB Equity		98 Informe	Pg 3/4 Descripción del valor: acción	
1) Perfil	2) Emisión	3) Ratios	4) Ingreso y BPA	
Fin año fiscal		12/2017		
Fin último trimestre		06/2018 Q2		
Actual/últ 12m		(COP)		
Emisión		Por acción	Análisis de flujos de caja	
Last Px	COP/N.A.	EPS	-353.53	
P/E	N.A.	EPS T12M	-240.21	CF/Nl N.A.
Dvd Ind Yld	N.A.	DPS	N.A.	Dvd P/O N.A.
P/B	N.A.	Bk Val Per Sh	7.56k	Cash Gen/Cash Reqd 3.8
P/S	N.A.	Rev/Bas Sh	2.43k	Csh Dvd Cov N.A.
P/CF	N.A.	T12M CPS	N.A.	CF0/Sales 7.2%
Mkt Cap	N.A.	Curr Shares Out	70.0M	Eff IR 23.5%
Curr P/FCF	N.A.	FCF/Basic Sh	182.79	
Crecimiento		Rentabilidad	Estructura	
EPS - 1 Yr Gr	-214.1%	OPM	10.2%	Curr Ratio 0.7
Cap 1Y Gr	N.A.	Prtx Mrgn	-8.0%	Quick Ratio 0.4
BPS 1Y Gr	N.A.	ROA	-1.8%	Debt/Assets 11.5%
Retntn Rt	N.A.	ROE	-3.1%	Debt/Com Eq 18.8%
Rev - 1 Yr Gr	-29.5%	ROC	N.A.	A/R Trnovr 4.2
Empl 1Y Gr	N.A.	Ast TO	0.2	Inv Turnover N.A.
Ast 1Y Gr	N.A.	Finl Lev	1.6	EBIT/Tot Int Exp 0.9
Eff Tx Rate	N.A.	G / L on Infl Adj to ...	N.A.	For Dbt to Tot Dbt N.A.

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000  
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000  
Copyright 2018 Bloomberg Finance L.P.  
SN 689417 EDT GMT-4:00 G453-641-3 21-Aug-2018 11:47:50

Fuente: Bloomberg (2018)

## RESUMEN DE LA INVERSIÓN

El escenario de valoración refleja un precio objetivo de la acción de Coltejer S. A. al cierre del año 2017 de \$1.330, lo que se traduce en una sobrevaloración de la misma en el mercado accionario colombiano. La compañía generó pérdidas acumuladas durante los últimos cuatro años por \$50.785, las inversiones futuras en infraestructura fueron poco significativas y el incremento neto en el nivel de endeudamiento con partes relacionadas durante los dos últimos años fue del 414% (\$158.860). Los ingresos totales, de \$212.474, disminuyeron un 23% en 2017, frente a \$277.355 en 2016. Por último, asuntos como la disminución de la demanda (en gran parte generada por el contrabando), la volatilidad de la TRM y el ingreso de nuevos competidores en el mercado generaron un escenario de incertidumbre para la compañía textilera.

Figura 5. Retornos



Fuente: Bloomberg (2016)

## TESIS DE INVERSIÓN

Coltejer S. A. es una empresa líder del sector textilero colombiano, que continúa manteniéndose en los primeros lugares de la industria. La firma atraviesa en la actualidad por una serie de eventos que han desencadenado la situación financiera presente.

El nivel de endeudamiento de la compañía presentó un incremento significativo por la constitución de obligaciones financieras con MCM Colombia S. A. S., empresa del Grupo Kaltex propietaria de Coltejer, por \$156.416 (\$154.416 de capital y \$2.200 de intereses), préstamo obtenido para cancelar obligaciones financieras con terceros y para disponer de capital de trabajo. Otro factor importante al que se ve enfrentada la empresa es la volatilidad de la tasa de cambio, que afecta de manera importante sus proyecciones, a lo que se suma la

ausencia en una estrategia de cobertura a través de instrumentos derivados que mitigaría en forma significativa la reducción de este riesgo. Asuntos como el contrabando, las prácticas de *dumping* y la fuerte competencia de los productos asiáticos en el país contribuyeron a la situación actual, efecto evidenciado en 2017, en el que se registraron pérdidas \$24.747, frente a \$7.714 en 2016, es decir, un aumento del 221%, debido sobre todo a gastos financieros y a la caída del mercado interno.

Figura 6: Riesgo de impago



Fuente: Bloomberg (2018)

La demanda decreciente, los altos niveles de inventario, el ingreso al país de productos más económicos y la parálisis en la producción de algunas empresas del sector han sido el común denominador para la industria textilera colombiana durante 2017. Si bien el Gobierno Nacional ha tomado medidas para proteger al sector, como el incremento en los controles aduaneros, la prohibición de productos de excesivamente bajo costo y los controles al contrabando, las decisiones no reflejaron su efecto en los resultados de Coltejer al cierre del ejercicio.

Por último, la ausencia de un plan de expansión de mercado fuerte y las inversiones poco significativas en propiedad, planta y equipo e innovación no permiten augurar un escenario favorable en el corto plazo para la empresa, por lo que la recomendación final a los usuarios del informe es vender los instrumentos de patrimonio que posean en Coltejer S. A.

## VALORACIÓN

La valoración se llevó a cabo de acuerdo con los parámetros establecidos por la metodología Burkenroad, con el objetivo de desarrollar un análisis financiero para la toma de decisiones de un comprador o socio estratégico y de determinar el valor de Coltejer.

La empresa se valoró por el método de flujo de caja libre, con base en los estados financieros consolidados históricos de los últimos cuatro años, publicados por la compañía a través del registro nacional de valores (RNVE) de la Superintendencia Financiera de Colombia. Se proyectaron los flujos de caja de los siguientes diez años y se calculó el valor terminal para más tarde ser descontados a la respectiva tasa de costo de capital (Rolling WACC) calculado bajo la metodología CAPM, como se muestra en la Tabla 1.

Figura 7. Costo promedio ponderado de capital



Fuente: Bloomberg (2018)



<b>WACC moneda local Nominal</b>	<b>9,6%</b>									
<b>Estructura de Capital</b>										
Deuda (valor en libros)	\$ 64.363	\$ 75.933	\$ 84.786	\$ 93.079	\$100.994	\$ 108.578	\$ 115.873	\$123.416	\$131.227	\$139.325
Patrimonio (valor de mercado)	\$ 132.245	\$129.916	\$ 127.601	\$ 125.181	\$122.662	\$ 120.053	\$ 117.363	\$114.586	\$111.720	\$108.759
<b>TOTAL</b>	<b>\$196.608</b>	<b>\$205.849</b>	<b>\$212.386</b>	<b>\$ 218.260</b>	<b>\$223.656</b>	<b>\$ 228.631</b>	<b>\$233.235</b>	<b>\$238.002</b>	<b>\$242.947</b>	<b>\$248.085</b>
D/D+E	33%	37%	40%	43%	45%	47%	50%	52%	54%	56%
E/D+E	67%	63%	60%	57%	55%	53%	50%	48%	46%	44%
D/E	49%	58%	66%	74%	82%	90%	99%	108%	117%	128%
<b>WACC</b>	<b>9,65%</b>	<b>9,78%</b>	<b>9,93%</b>	<b>9,98%</b>	<b>10,06%</b>	<b>10,13%</b>	<b>10,20%</b>	<b>10,26%</b>	<b>10,33%</b>	<b>10,39%</b>

Fuente: elaboración propia

## Resultados valoración método de FCL descontado

Conocer el valor de la empresa, en un entorno de crisis y desaceleración en la que se encuentra el sector textil en Colombia, es fundamental para dar una recomendación asertiva a los inversionistas. Para el efecto, el flujo de caja libre se calculó por medio de la separación de las partidas operativas (FCLO) y no operativas (FCL-NO), con el fin de tener una mejor apreciación de las actividades de Coltejer.

Según dicho escenario, los resultados fueron los siguientes:

**Tabla 2. Valoración del FCL a diciembre de 2017**

<b>VALORES EL 31 DE DICIEMBRE DE 2017 (COP 000)</b>	
Valor presente del FCLO	-\$97.784
Valor presente del valor residual (FCLO)	\$2.439
Valor operacional	-\$95.346
Valor presente del FCL-NO	\$241.390
Valor no operacional	\$241.390
<b>Valor de la empresa</b>	<b>\$146.044</b>
Caja y bancos	\$11.410
Obligaciones financieras	-\$64.363
<b>Valor patrimonial</b>	<b>\$93.091</b>
Número de acciones	70.000.000
<b>Valor patrimonial de la acción el 31 de diciembre de 2017</b>	<b>\$1.330</b>
<b>Precio de cierre el 31 de diciembre de 2017</b>	<b>\$1.990</b>
<b>Sobrevaloración (subvaloración)</b>	<b>49,6%</b>

Fuente: elaboración propia

El valor de la empresa de COP146.044 millones estuvo afectado por una pérdida de valor operacional del orden de COP95.346 millones, que Coltejer debe revisar, puesto que es lo no operacional lo que está apalancando la empresa.

La empresa para el primer trimestre de 2018 arrojó una desvalorización del precio de la acción de alrededor de 49%, al pasar de \$1.990 a \$1.015 de diciembre de 2017 a septiembre de 2018, en su orden.

Para complementar la valoración de Coltejer S.A. se procedió a realizar una prueba de bondad de ajuste (*Goodness of fit*) con base en la serie histórica de precios del algodón de los últimos 5 años. Para tomar la decisión de cual distribución utilizar para modelar el precio, se utilizó el estadístico de prueba Kolmogorov - Smirnov, el cual provee un buen ajuste, especialmente en las colas de la distribución, que es donde se presenta usualmente mayores problemas. El anterior proceso arrojó los siguientes resultados:

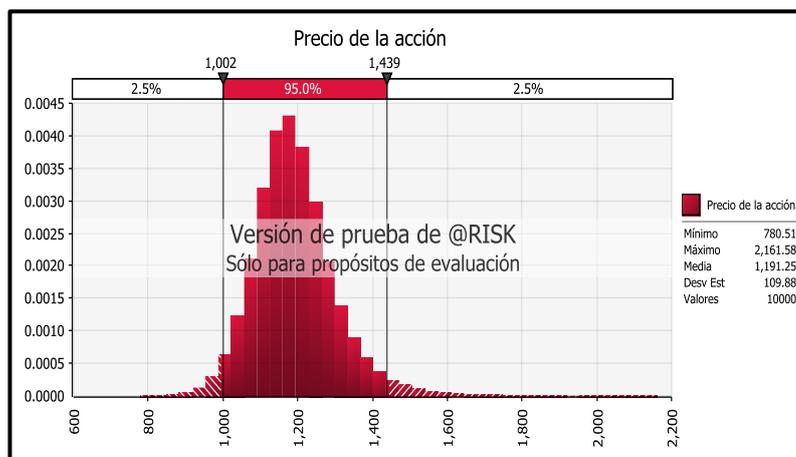
El valor estimado de la acción a diciembre de 2018 será de \$1.195. El cálculo fue realizado a través de la separación de las partidas operativas (FCLO) y no operativas (FCL-NO), así:

**Tabla 3. Valoración del FCL a diciembre de 2018**

<b>VALORES EL 31 DE DICIEMBRE DE 2018 (COP 000)</b>	
VP del FCLO	-\$107.218
VP Valor Residual (FCLO)	\$2.439
<b>Valor operacional</b>	<b>-\$104.780</b>
VP del FCL-NO	\$241.390
<b>Valor no operacional</b>	<b>\$241.390</b>
<b>Valor empresa</b>	<b>\$136.610</b>
Caja y Bancos	\$11.410
Obligaciones Financieras	-\$64.363
<b>Valor Patrimonial</b>	<b>\$83.657</b>
# Acciones*	70.000.000
<b>Valor patrimonial de la acción el 31 de diciembre de 2018</b>	<b>\$1.195</b>
<b>Precio de cierre el 30 de septiembre de 2018</b>	<b>\$1.015</b>
<b>Sobre-valoración (Sub-valoración)</b>	<b>-15,1%</b>

Fuente: elaboración propia

Figura 8. Análisis de sensibilidad



Fuente: elaboración propia

Para calcular el rango en el que se podría ubicar el precio por acción se utilizó el programa @Risk en el cual se realizó sensibilidad a las siguientes variables: precio del algodón en Colombia, WACC, capital de trabajo y la proyección basada en el crecimiento de los índices de precios al productor.

El análisis arrojó un precio objetivo de la acción que se moverá en un rango de \$1.002 a \$1.439 con un 95% de certeza.

### Valoración por múltiplos

No fue posible realizar la valoración por esta metodología dado que, por las características comparables, solo existe una Compañía en la región, la cual no posee las cualidades requeridas para realizar el ejercicio, las otras Compañías comparables con Coltejer S.A. no se encuentran listadas en la bolsa o poseen la información pública necesaria para la valoración.

## ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

La coyuntura que enfrenta en la actualidad el sector textil en Colombia es, sin duda, una situación que pone en jaque a la industria, asociada en lo fundamental con la entrada de productos a precios muy bajos, una demanda decreciente, altos inventarios y elevados costos de producción.

Frente a panoramas como la tasa de cambio, la devaluación del peso colombiano ha favorecido a la industria, dado el dinamismo del consumo local; sin embargo, la incertidumbre que generó la reforma tributaria y la eliminación del arancel mixto a productos de confección provenientes de Panamá tienen en suspenso al sector en Colombia.

Por su lado, el contrabando, a través del lavado de activos y el comercio ilegal, es otro aspecto relevante que conlleva un aumento en las importaciones, mientras que las exportaciones presentan una tendencia a la baja. Un control arancelario son las medidas que en la actualidad el Gobierno está desarrollando con el fin de frenar dichas situaciones.

No obstante lo anterior, la expectativa para el sector textil es favorable y se ha determinado que es clave la modernización de las industrias a través de una producción eficiente y de contar con personal idóneo para el cumplimiento de determinadas funciones.

En Colombia se destacan dos segmentos de empresas de textiles, las grandes y las medianas, identificadas por variables de clasificación como son los activos y las ventas. Para el 2017, Coltejer cerró con activos por COP955.148 millones y ventas alrededor de COP212.580 millones, ubicándola así, entre las cinco principales empresas del sector textil del país.

## DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

### 1. Historia, localización e infraestructura.

Con \$1.000 de oro inglés de capital, doce trabajadores y cuatro telares, en 1907 nació Coltejer, la Compañía Colombiana de Tejidos, que incursionó en una industria textil ya existente desde el siglo XIX con su primer producto, una camisa de franela.

Con la firma de Alejandro Echavarría e Hijo y R. Echavarría & Cía., la empresa nació como una de las empresas más tradicionales que tiene el país, con grandes momentos de auge, pero también con crisis, que han llevado a poner en tela de juicio su continuidad.

Para mediados de los años treinta, a pesar de los efectos de la Primera Guerra Mundial, Coltejer desarrolló dos estrategias de expansión; la primera consistió en poner mayor atención a los cambios tecnológicos y de producto y la segunda fue su crecimiento en el sector textil a través de la compra de Contehilos y la Fabrica Doña María. Fuera de lo mencionado, fue ganando presencia en país, aumentó el número de trabajadores e importó telares automáticos.

A pesar de ser una gran empresa textilera en el país, Coltejer fue afectada por la apertura económica de los años noventa, lo que la condujo a mediados del año 2008 a suscribir el acuerdo de salvamento de la compañía por medio del cual el Grupo Kaltex de México adquirió la mayoría de la participación accionaria.

En la actualidad, la empresa se encuentra ubicada en la ciudad de Itagüí,

Antioquia.

Figura 9. Información corporativa



Fuente: Bloomberg (2018)

## Análisis FODA: fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas

**Tabla 4. Análisis FODA**



Fuente: elaboración propia

### 2. Productos y servicios.

Coltejer S. A. tiene por objeto social el montaje y la explotación de fábricas de hilados y tejidos con todas sus dependencias anexas para cualesquiera de los procesos textiles, bien sea de fibras naturales, artificiales, sintéticas o para telas no tejidas, así como la confección y la comercialización de prendas textiles para todo tipo de uso en forma directa o indirecta.

En la actualidad cuenta con cinco tipos de productos:

- Telas de moda.
- Telas para dotación de uniformes.
- Telas no tejidas para confección, salud, aseo, industria, decoración, calzado y marroquinería.
- Una línea de hogar que ofrece ropa de cama.
- Tiendas de fábrica que ofrecen prendas de moda para dama y caballero, ropa de cama y toallas.

### 3. Estrategia

En el corto plazo, la estrategia de Coltejer se centra en la expansión de mercados, la reducción de costos y gastos, la optimización de recursos y las mejoras de producción. En el mediano plazo, la compañía continuará con la renovación tecnológica y la implementación de medidas de internacionalización en países con los que Colombia hoy tiene convenios (Saavedra Crespo, 2016).

### 4. Desarrollos recientes

En los últimos años la compañía reformó su estrategia e inició un proceso de renovación tecnológica. En fecha reciente compró maquinaria para la línea de no tejidos por un valor de cerca de \$1.000 millones y, para la línea de plano, por \$2.000, millones con el fin de obtener nuevos desarrollos, optimización y mejora en la calidad.

### 5. Análisis de los competidores

El principal competidor de Coltejer S. A. es Fabricato S. A., que es líder en ventas del sector. Ambas compañías antioqueñas, fundadas durante las dos primeras décadas del siglo XX, se llevan gran parte del mercado nacional.

Coltejer S. A. y Fabricato S. A. presentaron resultados negativos al cierre de 2016, consecuencia, en lo primordial, de la crisis que enfrenta el sector textil colombiano. Por su parte, en Fabricato en 2017 hubo suspensión temporal de operaciones debido a la baja demanda de sus productos, el encarecimiento de materias primas y el aumento en importaciones procedentes del continente asiático. En octubre de 2017 fueron anunciadas por el Gobierno Nacional medidas para la protección ambas compañías; las principales acciones incluyeron información más detallada en los registros de importación, garantía de permanencia de las etiquetas, reducción de aranceles para hilados que no

afecten la industria nacional y controles aduaneros adicionales y más estrictos para textiles, hilos, fibras y ropa de hogar.

**Tabla 5. Principales compañías textiles en Colombia** (cifras en millones de COP al corte de diciembre de 2016)

Posición	Razón social	Ingresos operacionales	Utilidad
290	Fabricato S. A.	400.075	(845)
433	Coltejer S. A.	277.458	(7.714)
455	Textiles Lafayette	263.580	5.481
658	Producción de textiles de Tocancipá	176.975	18.479
683	Protela	170.097	3.446
994	Hilanderías Universal	117.036	(10.710)

Fuente: Semana (2017)

## DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

**Tabla 6. Composición de la junta directiva entre 2013 y 2017**

Rafael Moisés Kalach <sup>3</sup>	Presidente de la junta	Contador público, Universidad Nacional Autónoma de México – Presidente del Grupo Kaltex México.
Ana María Giraldo Mora	Miembro independiente	Ingeniera Civil, Escuela de Ingenieros de Antioquia, posee 20 años

<sup>3</sup> CEO (presidente y director general) de Coltejer S. A., que actúa como representante legal. Es el presidente y director general de Grupo Kaltex, accionista mayoritario de Coltejer S. A. desde el año 2008.

		de experiencia profesional ocupando cargos como Directora de Proyectos del Grupo Bancolombia, líder en procesos de adquisición de varias Empresas internacionales en Grupo Nutresa.
Carlos Andrés Ángel Arango	Miembro independiente	Administrador de Empresas, Universidad EAFIT, más de 20 años de experiencia profesional, su cargo más reciente es como Vicepresidente de Seguridad Social en Suramericana S.A.
Fabio Bernal Peláez	Miembro independiente	Administrador de Negocios de la Universidad EAFIT- 30 años de experiencia en diferentes Empresas, en 6 países de Asia y Latinoamérica, a cargo de direcciones de consumo, desarrollo de negocios y financiera.
Juan David Uribe Correa	Miembro independiente	Graduado en Filosofía y Letras de la Pontificia Universidad Javeriana, cuenta con más de 30

		años de experiencia profesional, entre las muchas empresas que laboró, hasta el 2015 fue presidente de Situm, negocio inmobiliario del Grupo Argos.
--	--	---

Fuente: (Coltejer, 2017)

### ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

La acción de Coltejer está inscrita en la Bolsa de Valores de Colombia; en la actualidad hay 70 millones de acciones en circulación. El total de accionistas al 30 de junio de 2017 fue de 25.506, de los cuales 24.949 (97,82%) son personas naturales y 557 (2,18%) personas jurídicas. Estas acciones son ordinarias.

El valor nominal de la acción es COP10.000 y el valor intrínseco al 30 de junio de 2017 fue COP7.827,98.

**Tabla 7. Principales accionistas**

Accionista	Número de acciones	Porcentaje de participación
KALTEX LATINO AMERICA S. A. S.	33.240.755	47,49%
GRUPO MCM COLOMBIA S. A. S.	10.799.999	15,43%
KALTEX AMERICA INVESTMENTS INC.	8.938.095	12,77%
PATRIMONIO AUTÓNOMO TENEDORES NOTAS TEC	4.622.653	6,60%
VIGORIS S. A. S.	2.400.000	3,43%
MOSJAK S. A. S.	2.400.000	3,43%

Accionista	Número de acciones	Porcentaje de participación
GAMMA INVESTMENT SP	1.600.000	2,29%
VERITAS INVESMENT SP	1.000.000	1,43%
RENTAFOLIO BURSÁTIL Y FINANCIERO S. A. S.	943.401	1,35%
HELADOS MODERNOS DE COLOMBIA S. A. EN LIQUIDACIÓN	304.277	0,43%
INVERSIONES Y TURISMO LOS DELFINES S. A.	262.640	0,38%
FUNDACIÓN COLTEJER	257.621	0,37%
INTERBOLSA S. A. SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE INVERSIÓN	166.500	0,24%
MONTAÑO FERRER DARÍO	120.354	0,17%
HINCAPIÉ RESTREPO ALEJANDRO	113.000	0,16%
CONSTRUCCIONES LOS DEFINES S. A.	90.003	0,13%
VELÁSQUEZ ÁNGEL ROGELIO	82.222	0,12%
VALORES INCORPORADOS S. A.	78.125	0,11%
HINCAPIÉ RESTREPO SANTIAGO	75.206	0,11%
AMTEX S. A.	73.394	0,10%
MENDOZA UMBARILA ÉDGAR ALFONSO	68.925	0,10%
WISNER RICO FEDERICO	59.766	0,09%
HINCAPIÉ RESTREPO ANDRÉS	51.599	0,07%
HINCAPIÉ EMANUEL	48.524	0,07%
LUCÍA DEL SOCORRO HENAO ZAPATA	41.637	0,06%
<b>Total de los 25 principales</b>	<b>67.838.696</b>	<b>96,91%</b>
<b>Otros accionistas</b>	<b>2.161.304</b>	<b>3,09%</b>
<b>Total de accionistas</b>	<b>70.000.000</b>	<b>100%</b>

Fuente: Coltejer (2017)

Coltejer ha venido experimentando dificultades en los últimos años, asociadas en lo fundamental con la competencia directa de economías con menores costos

de producción traídas en especial de los competidores asiáticos, con la entrada de productos de contrabando y con la desaceleración en la demanda interna.

Para 2016 no hubo propuesta de repartición de dividendos.

## **RIESGOS DE INVERSIÓN**

### **Riesgo de mercado**

- Riesgo de tipo de cambio: la compañía tiene operación internacional y está expuesta al riesgo de cambio, en especial con respecto al dólar de los Estados Unidos de América. El riesgo de cambio surge de transacciones comerciales de activos y pasivos reconocidos.

Las partidas incluidas en los estados financieros de la empresa se expresan en la moneda del ambiente económico primario en el que opera la entidad (pesos colombianos). Los estados financieros se presentan dicha unidad monetaria, que es la funcional de la compañía y la moneda de presentación.

Las transacciones en moneda extranjera se convierten a la moneda funcional mediante la utilización de los tipos de cambio vigentes en las fechas de las transacciones. Las pérdidas y las ganancias en moneda extranjera que resultan de la liquidación de dichas transacciones y de la conversión a los tipos de cambio de cierre de los activos y pasivos monetarios denominados en moneda extranjera se reconocen en la cuenta de resultados. Las ganancias en cambio relacionadas con préstamos, efectivo y equivalentes de efectivo se presentan en el estado de resultados del período y otro resultado integral en el rubro de ingresos financieros. Las pérdidas en cambio se presentan en el estado de resultado del período y otro resultado integral en el rubro de gastos financieros. Los cambios en el valor razonable de títulos monetarios denominados en moneda extranjera, clasificados como disponibles para la venta, se analizan al considerar las diferencias de

conversión resultantes de cambios en el costo amortizado del título y otros cambios en el importe en libros del título. Las diferencias de conversión relativas a variaciones en el costo amortizado se reconocen en la cuenta de resultados y los otros cambios en el importe en libros se reconocen en el otro resultado integral. Las diferencias de conversión sobre partidas no monetarias, tales como instrumentos de patrimonio mantenidos a valor razonable con cambios en resultados, se reconocen en la cuenta de resultados como parte de la ganancia o pérdida de valor razonable. Las diferencias de conversión sobre partidas no monetarias, tales como instrumentos de patrimonio clasificados como activos financieros disponibles para la venta, se incluyen en el otro resultado integral (Coltejer, 2017).

El área financiera de la compañía controla de manera periódica la posición neta de los activos y pasivos corrientes en dólares de los Estados Unidos de América. La empresa tenía los siguientes activos y pasivos en moneda extranjera, contabilizados por su equivalente en miles de pesos al 31 de diciembre.

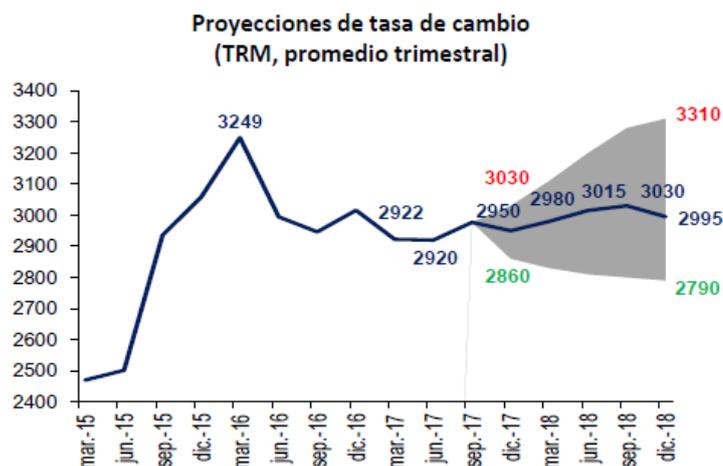
Las operaciones y saldos en moneda extranjera se convierten a las tasas de cambio vigentes certificadas por el Banco de la República en Colombia o por los bancos oficiales de los principales países con los que la compañía realiza transacciones. La información fue la vigente el 31 de diciembre de 2016: \$3,000.71 millones.

	2016		2015	
	Miles US\$	Equivalente en millones de pesos colombianos	Miles US\$	Equivalente en millones de pesos colombianos
Activos	478	1,434	377	1,186
Pasivos	(12,428)	(37,293)	(9,908)	(31,206)
Posición pasiva neta	(11,950)	(35,859)	(9,531)	(30,020)

Fuente: Coltejer (2016)

A continuación, se presenta la tasa de cambio real para 2017 y la proyección para 2018:

Figura 10. Tasa de cambio



Fuente: Grupo Bancolombia (2017)

- **Riesgo de precios:** la compañía está expuesta al riesgo de precio de los bienes que adquiere para la venta, como es el caso del precio del algodón, que es materia prima usada en el proceso de producción de textiles y es la más expuesta a los cambios en precio y con mayores dificultades para su cobertura, que se efectúa para la empresa mediante la negociación de contratos de compra para asegurar un suministro continuo y, en algunos casos, a precios fijos.

### Riesgo de crédito

El riesgo de crédito se entiende como la posibilidad de que una entidad incurra en pérdidas y disminuya el valor de sus activos como consecuencia de que sus deudores fallen en el cumplimiento oportuno o cumplan de manera imperfecta los términos acordados en los contratos que instrumentan las operaciones activas de crédito.

El riesgo de crédito se puede dividir en dos tipos fundamentales:

**Riesgo de impago:** incertidumbre relacionada con la capacidad de la empresa para hacer frente a sus obligaciones financieras futuras, tanto en pagos de principal como de intereses.

**Riesgo de calificación:** las agencias de calificación de riesgos otorgan a cada emisor o emisión una calificación que pone de relieve el potencial de impago futuro. Por lo tanto, las compañías emisoras de deuda se encuentran sometidas al riesgo de que una variación en su calificación afecte su credibilidad como futuro pagador (Medina, 2008).

Existen políticas para asegurar que las ventas de productos se efectúan a clientes con historias de crédito apropiadas. La empresa aplica una metodología de asignación de cupos, que contempla el análisis cualitativo y cuantitativo de los clientes y que permite disminuir el riesgo de crédito.

Además, la compañía definió como política para otorgar crédito que los clientes presenten documentación que certifique su adecuada constitución legal y su condición financiera. Asimismo, como parte de los requisitos, el cliente nacional debe firmar pagaré como garantía del crédito otorgado y para la cartera del exterior se contrata seguro para cubrir el riesgo de crédito.

### **Riesgo de liquidez**

El riesgo de liquidez se define como el de no poder cumplir de manera oportuna y eficiente los flujos de caja esperados e inesperados, vigentes y futuros, sin afectar el curso de las operaciones diarias o la condición financiera de la firma. Este riesgo se manifiesta en la insuficiencia de activos líquidos disponibles para ello o en la necesidad de asumir costos inusuales de fondeo.

El riesgo de liquidez se puede descomponer en dos tipos fundamentales:

**De financiación:** se refiere a la capacidad de la empresa para llevar a cabo las necesidades de inversión y financiación por motivos de desfase en los flujos de caja, es decir, la escasez de fondos para hacer frente a sus compromisos futuros.

**De mercado y producto:** aquel en que incurre una compañía cuando no tiene la capacidad de deshacer una posición en forma oportuna, sin sufrir distorsiones en el precio de mercado y el costo de una transacción.

El riesgo de liquidez es sobre todo una función de aumentos en la concentración de productos y divisas o, a su vez, puede ser causado por la inestabilidad de los mercados (Gómez Cáceres, 2002).

La administración de la compañía mantiene una política de liquidez, acorde con el flujo de capital de trabajo, mediante el cumplimiento de los compromisos de pago a los proveedores de acuerdo con la política establecida. Esta gestión se apoya en la elaboración de flujos de caja y de presupuesto, que se revisan con periodicidad, lo que permite determinar la posición de tesorería necesaria para atender las necesidades de liquidez.

Administración del riesgo de capital. Los objetivos de la empresa al administrar el capital son salvaguardar la capacidad de continuar como empresa en marcha, generar retornos a sus accionistas y beneficios a otros grupos de interés y mantener una estructura de capital óptima para reducir el costo del capital.

Consistente con la industria, la compañía hace seguimiento a su capital sobre la base del ratio de apalancamiento.

La firma participa en un mercado altamente competido por las importaciones a bajo costo financiadas por elementos en gran medida diferentes a la propia "competitividad" de la competencia, tales como subsidios de materia prima y políticas laborales no aceptadas en países con regímenes laborales avanzados,

entre otros, situación que la ha hecho vivir en el pasado reciente y en el presente situaciones financieras complejas que está trabajando con el fin de superarlas.

## EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

### 1. Supuestos de operación

- **Ingresos de actividades ordinarias:** la proyección de los ingresos partió de datos históricos de cuatro años y los proyecta diez. El principal supuesto de proyección estuvo basado en el IPP (índice de precios al productor), indicador financiero utilizado en las empresas manufactureras y que se encuentra afectado por la devaluación. En la siguiente Figura se evidencia una disminución significativa en el año 2017, consecuencia sobre todo del decremento de la demanda interna.

Figura 11. Ingresos de actividades ordinarias (en miles de pesos)



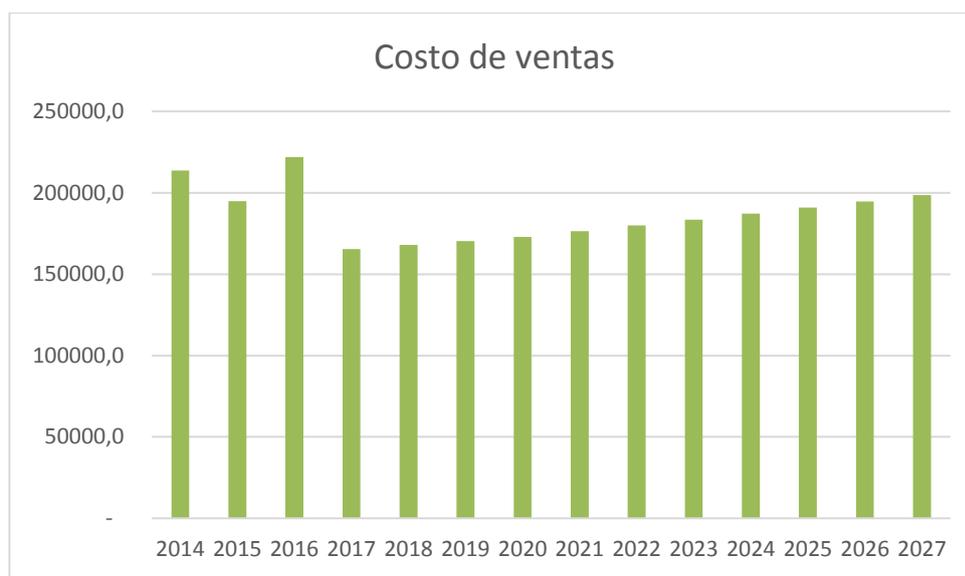
Fuente: elaboración propia con base en los ingresos de Coltejer S.A.

El modelo de proyecciones plantea una recuperación paulatina del ingreso, basado en la estabilización de las ventas incrementadas por el IPP, si se considera que en la actualidad no existe información pública relacionada con una estrategia de incremento en ventas.

- **Costo de ventas:** con base en datos históricos de cuatro años y proyectado con el IPP (índice de precios al productor). Se presenta un

comportamiento variable, con una disminución en el año 2017, y los costos son directamente proporcionales al comportamiento de los ingresos. El modelo plantea, al igual que en los ingresos, una recuperación por diez años.

Figura 12. Costo de ventas



Fuente: elaboración propia con base en los costos de Coltejer S.A.

- **Gastos de administración:** al igual que lo evidenciado en los ingresos operacionales y el costo en ventas, se presenta una disminución para el año 2017. La empresa ha planteado, como medida de disminución del gasto, una estrategia de gestión que permita dar mayor eficiencia operativa, con la mira de buscar disminuir el gasto. El modelo de proyecciones utilizó el IPP como índice de crecimiento, razón por la cual se presentó un incremento puesto que no se evidenció de la aplicación de la estrategia al cierre del ejercicio.

Figura 13. Gastos de administración



Fuente: elaboración propia con base en los gastos de Coltejer S.A.

## 2. Supuestos de inversión

- **CAPEX:** las inversiones históricas de los últimos cuatro años, en promedio, incrementaron un 2% en los años 2015 y 2016, la empresa llevó a cabo un proceso de renovación tecnológica. Para las proyecciones financieras el supuesto utilizado fue el incremento en CAPEX de mantenimiento. La disminución evidenciada en la siguiente Figura corresponde a la depreciación de propiedad, planta y equipo:

Figura 14. Inversiones en activos fijos

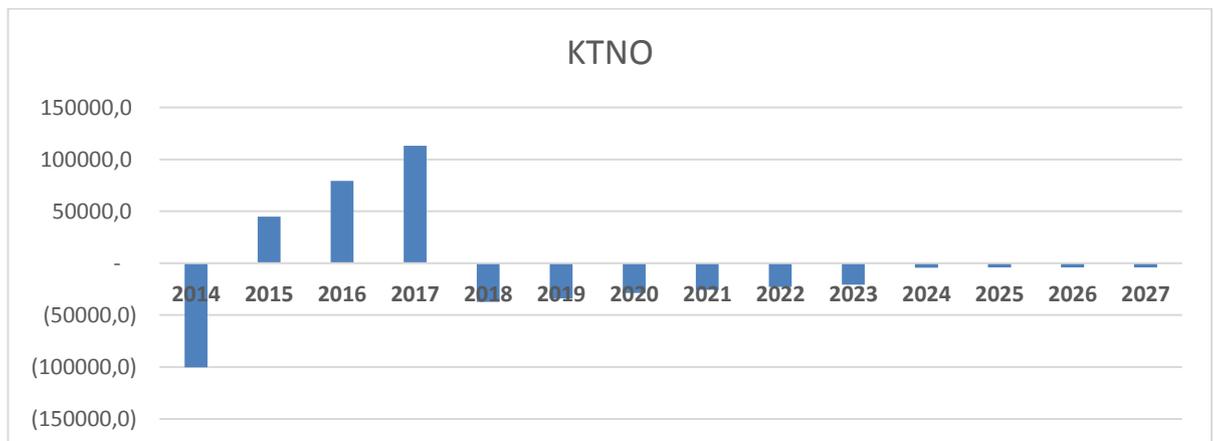


Fuente: elaboración propia con base en las inversiones de activos fijos de Coltejer S.A.

### 3. Capital de trabajo

- Las inversiones en capital de trabajo neto operativo (KTNO) se basaron en los números de días de rotación de las cuentas por cobrar, los inventarios y las cuentas por cobrar. Los requerimientos de capital de trabajo proyectados se prepararon como un porcentaje de las ventas que, a su vez, fueron proyectadas con el IPP (índice de precios al productor).

Figura 15. Capital de trabajo neto operativo

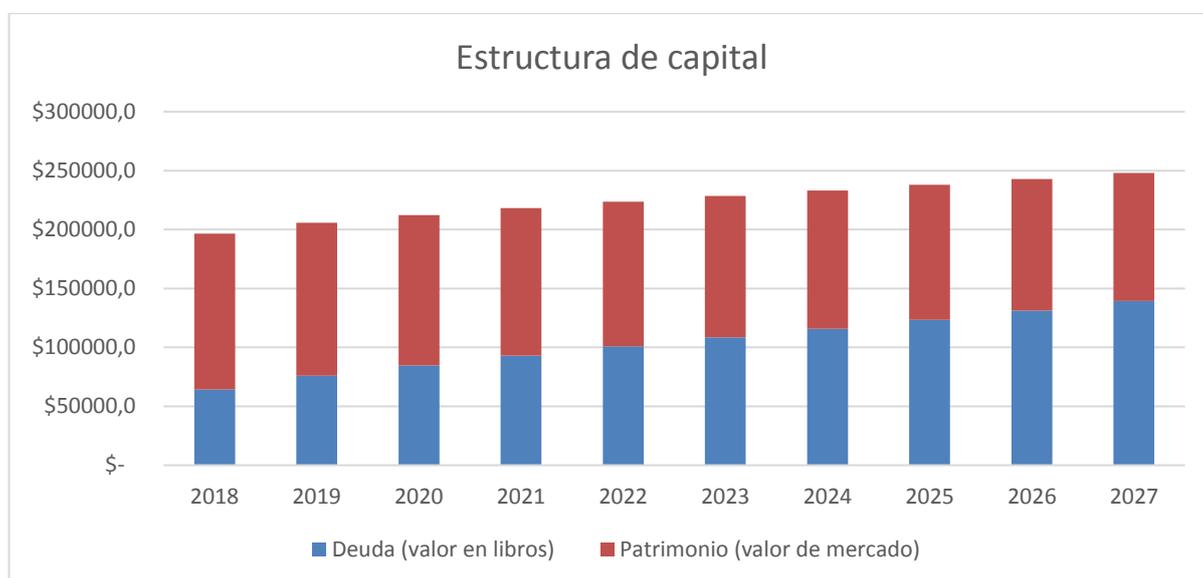


Fuente: elaboración propia con base en el capital de trabajo de Coltejer S.A.

#### 4. Hipótesis financieras

- **Estructura de capital:** la estructura de capital de la empresa reflejó un comportamiento para las proyecciones financieras de aumento en las obligaciones financieras por los requerimientos de capital. Esta situación se confirmó con el incremento en 2017 de las obligaciones financieras con partes relacionadas.

Figura 16. Estructura de capital



Fuente: elaboración propia con base en la estructura de capital de Coltejer S.A.

5. **Impuestos:** la reforma tributaria (ley 1819 de 2016) modificó la tarifa del impuesto sobre la renta en las empresas al 33%, que fue incluida en el modelo de valoración como una tarifa constante que multiplica a la utilidad antes de impuestos.

## FUENTES DE INFORMACIÓN CONFIABLES

### Documentos consultados en la WEB

Bloomberg (2018). *Bloomberg*. Bloomberg. Recuperado de

<https://www.bloomberg.com/>

Bolsa de Valores de Colombia (2017): *Bolsa de Valores de Colombia* (BVC)

Recuperado de <https://www.bvc.com.co/>

Coltejer S. A. (2017). *Coltejer*. Itagüí: Coltejer. Recuperado de

[www.coltejer.com.co](http://www.coltejer.com.co)

Coltejer S. A. (2017). *Coltejer*. Itagüí: Coltejer. Recuperado de

[http://www.coltejer.com.co/es/coltejer/accionistas-4#accionistas\\_valor](http://www.coltejer.com.co/es/coltejer/accionistas-4#accionistas_valor)

Grupo Bancolombia (2017). *Grupo Bancolombia*. Medellín: Grupo Bancolombia.

Recuperado de

[https://www.grupobancolombia.com/wps/portal/empresas/capital-](https://www.grupobancolombia.com/wps/portal/empresas/capital-inteligente/investigaciones-economicas/publicaciones/informe-anual-proyecciones)

[inteligente/investigaciones-economicas/publicaciones/informe-anual-](https://www.grupobancolombia.com/wps/portal/empresas/capital-inteligente/investigaciones-economicas/publicaciones/informe-anual-proyecciones)

[proyecciones](https://www.grupobancolombia.com/wps/portal/empresas/capital-inteligente/investigaciones-economicas/publicaciones/informe-anual-proyecciones)

Revista Semana (2017). *Revista Semana Digital*. Recuperado de

<http://digital.semana.com/2017/x1000/index.html>

Saavedra Crespo, M. A. (2016). *Coltejer está más viva*. *El Mundo*.

Recuperado de

[http://www.elmundo.com/portal/vida/moda/coltejer\\_esta\\_mas\\_viva.php#.W4ae9](http://www.elmundo.com/portal/vida/moda/coltejer_esta_mas_viva.php#.W4ae9LhumUk)

[LhumUk](http://www.elmundo.com/portal/vida/moda/coltejer_esta_mas_viva.php#.W4ae9LhumUk)

### Libros consultados:

Medina, R. S. (2008). *El riesgo de crédito en el marco del acuerdo de Basilea II*.

Las Rozas, Madrid (España).

Gómez, J.M & López, Z. (2002). *Riesgos financieros y operaciones*

*internacionales*. Madrid (España).

## Otros anexos de soporte

## Anexo 1. Estados financieros históricos

## COLTEJER S. A. (MILLONES DE PESOS)

## Estado consolidado de situación financiera

	2014	2015	2016	2017	Porcentaje sobre ventas			Porcentaje de variación	
					2015	2016	2017	2016/2015	2017/2016
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	64.699	57.146	53.549	40.110	24,2%	22,2%	23,6%	-6,3%	-25,1%
Impuestos corrientes	5.687	4.951	9.800	3.675	2,1%	4,1%	2,2%	97,9%	-62,5%
Inventario	48.984	67.330	41.749	51.440	28,5%	17,3%	30,2%	-38,0%	23,2%
Inversiones negociables	864	1.003	920	134	0,4%	0,4%	0,1%	-8,3%	-85,4%
Cuentas por cobrar parte relacionadas	-	-	47	509	0,0%	0,0%	0,3%	No aplica	983,0%
Efectivo y equivalentes de efectivo	1.932	4.765	6.943	11.186	2,0%	2,9%	6,6%	45,7%	61,1%
Otros activos financieros	-	-	122	-	0,0%	0,1%	0,0%	No aplica	-100,0%
<b>Total del activo corriente</b>	<b>122.166</b>	<b>135.195</b>	<b>113.130</b>	<b>107.054</b>	<b>57,2%</b>	<b>46,9%</b>	<b>62,9%</b>	<b>-16,3%</b>	<b>-5,4%</b>
Propiedad, planta y equipo, neto	593.641	586.159	583.620	577.749	247,8%	241,7%	339,5%	-0,4%	-1,0%
Propiedades de inversión	186.985	207.310	234.034	266.570	87,7%	96,9%	156,6%	12,9%	13,9%
Inversiones patrimoniales	867	867	867	1.477	0,4%	0,4%	0,9%	0,0%	No aplica
Impuesto diferido activo	3.445	2.494	3.331	2.281	1,1%	1,4%	1,3%	33,6%	-31,5%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	517	389	217	147	0,2%	0,1%	0,1%	-44,2%	-32,3%
<b>Total del activo no corriente</b>	<b>785.455</b>	<b>797.219</b>	<b>822.069</b>	<b>848.224</b>	<b>337,1%</b>	<b>340,4%</b>	<b>498,4%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,2%</b>
<b>TOTAL DE ACTIVOS</b>	<b>907.621</b>	<b>932.414</b>	<b>935.199</b>	<b>955.278</b>	<b>394,3%</b>	<b>387,3%</b>	<b>561,3%</b>	<b>0,3%</b>	<b>2,1%</b>

**COLTEJER S. A. (MILLONES DE PESOS)****Estado consolidado de situación financiera**

					Porcentaje sobre ventas			Porcentaje de variación	
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2016/2015	2017/2016
Obligaciones financieras	96.216	86.162	36.501	44.277	36,4%	15,1%	26,0%	-57,6%	21,3%
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	2.206	36.969	111.706	223.783	15,6%	46,3%	131,5%	202,2%	100,3%
Otras provisiones	49	269	-	-	0,1%	0,0%	0,0%	-100,0%	No aplica
Otros pasivos financieros	106.665	113.430	6	-	48,0%	0,0%	0,0%	-100,0%	-100,0%
Beneficios a empleados	17.707	15.713	4.426	4.121	6,6%	1,8%	2,4%	-71,8%	-6,9%
Impuesto corriente	-	22.059	13.984	4.895	9,3%	5,8%	2,9%	-36,6%	-65,0%
<b>Total del pasivo corriente</b>	<b>222.843</b>	<b>274.602</b>	<b>166.623</b>	<b>277.076</b>	<b>116,1%</b>	<b>69,0%</b>	<b>162,8%</b>	<b>-39,3%</b>	<b>66,3%</b>
Obligaciones financieras	34.444	31.921	70.784	6.442	13,5%	29,3%	3,8%	121,7%	-90,9%
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	67.354	56.583	5.351	3.426	23,9%	2,2%	2,0%	-90,5%	-36,0%
Provisiones	-	-	746	1.476	0,0%	0,3%	0,9%	No aplica	97,9%
Pasivo por impuesto diferido	-	-	91.799	100.649	0,0%	38,0%	59,1%	No aplica	9,6%
Beneficios a empleados	4.479	4.853	15.196	15.931	2,1%	6,3%	9,4%	213,1%	4,8%
Impuestos	31.591	8.786	15.323	7.588	3,7%	6,3%	4,5%	74,4%	-50,5%
Otros pasivos no financieros	4	746	-	-	0,3%	0,0%	0,0%	-100,0%	No aplica
<b>Total del pasivo no corriente</b>	<b>137.872</b>	<b>102.889</b>	<b>199.199</b>	<b>135.512</b>	<b>43,5%</b>	<b>82,5%</b>	<b>79,6%</b>	<b>93,6%</b>	<b>-32,0%</b>
<b>TOTAL DE PASIVOS</b>	<b>360.715</b>	<b>377.491</b>	<b>365.822</b>	<b>412.588</b>	<b>159,6%</b>	<b>151,5%</b>	<b>242,4%</b>	<b>-3,1%</b>	<b>12,8%</b>
Capital emitido	700.000	700.000	700.000	700.000	296,0%	289,9%	411,3%	0,0%	0,0%
Prima en colocación de acciones	233.044	233.044	233.044	233.044	98,5%	96,5%	136,9%	0,0%	0,0%
Reservas	19.807	19.807	19.807	19.807	8,4%	8,2%	11,6%	0,0%	0,0%
Otro resultado integral acumulado	(1.140)	(706)	(1.030)	(3.135)	-0,3%	-0,4%	-1,8%	45,9%	204,4%
Ganancias (pérdidas) acumuladas	(379.063)	(404.805)	(374.565)	(382.279)	-171,2%	-155,1%	-224,6%	No aplica	2,1%
Resultado neto del período	(25.742)	7.583	(7.879)	(24.747)	3,2%	-3,3%	-14,5%	-203,9%	214,1%
<b>TOTAL DEL PATRIMONIO</b>	<b>546.906</b>	<b>554.923</b>	<b>569.377</b>	<b>542.690</b>	<b>234,6%</b>	<b>235,8%</b>	<b>318,9%</b>	<b>2,6%</b>	<b>-4,7%</b>

**COLTEJER S. A. (MILLONES DE PESOS)**

**Estados consolidados de ganancias o pérdidas**

					Porcentaje sobre ventas			Porcentaje de variación	
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2016/2015	2017/2016
<b>Operaciones continuadas</b>									
Ingresos de actividades ordinarias	241.032	236.499	241.467	170.185	100,0%	100,0%	100,0%	2,1%	-29,5%
Costos de ventas y de operación	(213.751)	(194.798)	(221.926)	(165.464)	-82,4%	-91,9%	-97,2%	13,9%	-25,4%
<b>Ganancia o pérdida bruta</b>	<b>27.281</b>	<b>41.701</b>	<b>19.541</b>	<b>4.721</b>	<b>17,6%</b>	<b>8,1%</b>	<b>2,8%</b>	<b>-53,1%</b>	<b>-75,8%</b>
Gastos de distribución	-	-	(2.308)	(1.648)	0,0%	-1,0%	-1,0%	No aplica	-28,6%
Gastos de administración y venta	(21.510)	(17.990)	(10.185)	(9.233)	-7,6%	-4,2%	-5,4%	-43,4%	-9,3%
Gastos por beneficios a empleados	-	-	(6.927)	(6.188)	0,0%	-2,9%	-3,6%	No aplica	-10,7%
Otros ingresos	14.869	28.002	36.110	42.563	11,8%	15,0%	25,0%	29,0%	17,9%
Otros gastos	(18.068)	(5.996)	(10.389)	(10.568)	-2,5%	-4,3%	-6,2%	73,3%	1,7%
<b>Ganancia o pérdida del período operacional</b>	<b>2.572</b>	<b>45.717</b>	<b>25.842</b>	<b>19.647</b>	<b>19,3%</b>	<b>10,7%</b>	<b>11,5%</b>	<b>-43,5%</b>	<b>-24,0%</b>
Utilidad o (pérdida) de la posición monetaria	(1.645)	(2.590)	881	(418)	-1,1%	0,4%	-0,2%	-134,0%	-147,4%
Ingresos financieros	282	1.930	1.486	1.125	0,8%	0,6%	0,7%	-23,0%	-24,3%
Gastos financieros	(26.219)	(27.963)	(34.287)	(33.913)	-11,8%	-14,2%	-19,9%	22,6%	-1,1%
<b>Pérdida neta antes del ejercicio</b>	<b>(25.010)</b>	<b>17.094</b>	<b>(6.078)</b>	<b>(13.559)</b>	<b>7,2%</b>	<b>-2,5%</b>	<b>-8,0%</b>	<b>-135,6%</b>	<b>123,1%</b>
Gasto de impuesto, neto	(732)	(9.511)	(1.801)	(11.188)	-4,0%	-0,7%	-6,6%	-81,1%	521,2%
<b>Ganancia del ejercicio</b>	<b>(25.742)</b>	<b>7.583</b>	<b>(7.879)</b>	<b>(24.747)</b>	<b>3,2%</b>	<b>-3,3%</b>	<b>-14,5%</b>	<b>-203,9%</b>	<b>214,1%</b>
<b>ESTADO DEL OTRO RESULTADO INTEGRAL CONSOLIDADO</b>									
<b>RESULTADO NETO DEL PERÍODO</b>									
Ganancia o pérdida actuarial	(1.140)	434	(324)	(2.105)	0,2%	-0,1%	-1,2%	-174,7%	549,7%
<b>Resultado integral del año</b>	<b>(26.882)</b>	<b>8.017</b>	<b>(8.203)</b>	<b>(26.852)</b>	<b>3,4%</b>	<b>-3,4%</b>	<b>-15,8%</b>	<b>-202,3%</b>	<b>227,3%</b>

Fuente: elaboración propia con base en reportes anuales de la compañía

## Anexo 2

## Estados financieros proyectados

ESTADOS FINANCIEROS - VALORES EN MILES DE PESOS										
DESCRIPCIONES	PROYECCIÓN PARA DIEZ AÑOS									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Estado de resultados</b>										
Ingresos de actividades ordinarias	173.589	177.060	180.602	184.214	187.898	191.656	195.489	199.399	203.387	207.455
Otras ventas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Ingresos netos</b>	<b>173.589</b>	<b>177.060</b>	<b>180.602</b>	<b>184.214</b>	<b>187.898</b>	<b>191.656</b>	<b>195.489</b>	<b>199.399</b>	<b>203.387</b>	<b>207.455</b>
Costo de ventas y de operación	167.905	170.378	172.883	176.340	179.867	183.464	187.134	190.876	194.694	198.588
<b>Utilidad bruta</b>	<b>5.683</b>	<b>6.682</b>	<b>7.719</b>	<b>7.873</b>	<b>8.031</b>	<b>8.191</b>	<b>8.355</b>	<b>8.522</b>	<b>8.693</b>	<b>8.867</b>
Gastos de administración	17.410	17.759	18.114	18.476	18.846	19.222	19.607	19.999	20.399	20.807
<b>Utilidad de operación</b>	<b>(11.727)</b>	<b>(11.076)</b>	<b>(10.395)</b>	<b>(10.603)</b>	<b>(10.815)</b>	<b>(11.031)</b>	<b>(11.252)</b>	<b>(11.477)</b>	<b>(11.706)</b>	<b>(11.940)</b>
Otros ingresos	43.414	44.283	45.168	46.072	46.993	47.933	48.892	49.869	50.867	51.884
Ingresos financieros	1.148	1.170	1.194	1.218	1.242	1.267	1.292	1.318	1.344	1.371
Otros egresos	10.779	10.995	11.215	11.439	11.668	11.901	12.139	12.382	12.630	12.882
Diferencia en cambio neta	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gastos financieros	33.913	33.913	33.913	33.913	33.913	33.913	33.913	33.913	33.913	33.913
Gasto de interés (ingresos) sobre pasivos financieros requeridos	1.881	3.491	4.781	5.903	7.006	8.063	9.079	10.131	11.219	12.348
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>(13.738)</b>	<b>(14.022)</b>	<b>(13.942)</b>	<b>(14.569)</b>	<b>(15.167)</b>	<b>(15.708)</b>	<b>(16.200)</b>	<b>(16.715)</b>	<b>(17.257)</b>	<b>(17.828)</b>
Impuestos	(4.534)	(4.627)	(4.601)	(4.808)	(5.005)	(5.184)	(5.346)	(5.516)	(5.695)	(5.883)
<b>UTILIDAD NETA DEL PERÍODO</b>	<b>(9.205)</b>	<b>(9.395)</b>	<b>(9.341)</b>	<b>(9.761)</b>	<b>(10.162)</b>	<b>(10.525)</b>	<b>(10.854)</b>	<b>(11.199)</b>	<b>(11.562)</b>	<b>(11.945)</b>

ESTADOS FINANCIEROS - VALORES EN MILLONES DE PESOS										
DESCRIPCIONES	PROYECCIÓN 10 AÑOS									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>BALANCE</b>										
Exceso de tesorería	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	40.912	41.730	42.565	43.416	44.285	45.170	46.074	46.995	47.935	48.894
Impuestos corrientes	3.749	3.823	3.900	3.978	4.057	4.139	4.221	4.306	4.392	4.480
Inventario	52.469	53.518	54.589	55.680	56.794	57.930	59.088	60.270	61.476	62.705
Inversiones negociables	137	139	142	145	148	151	154	157	160	163
Cuentas por cobrar de partes relacionadas	519	530	540	551	562	573	585	596	608	620
Efectivo y equivalentes de efectivo	11.410	11.638	11.871	12.108	12.350	12.597	12.849	13.106	13.368	13.636
<b>Total de activos corrientes</b>	<b>109.195</b>	<b>111.379</b>	<b>113.607</b>	<b>115.879</b>	<b>118.196</b>	<b>120.560</b>	<b>122.971</b>	<b>125.431</b>	<b>127.939</b>	<b>130.498</b>
Propiedad, planta y equipo, bruto	630.114	624.284	618.454	612.624	606.794	600.964	595.134	589.304	583.474	577.644
Depreciación acumulada	60.174	62.220	64.273	66.330	68.452	70.643	72.903	75.236	77.644	80.128
<b>Activos fijos neto</b>	<b>569.940</b>	<b>562.064</b>	<b>554.181</b>	<b>546.294</b>	<b>538.342</b>	<b>530.321</b>	<b>522.231</b>	<b>514.068</b>	<b>505.830</b>	<b>497.516</b>
Propiedades de inversión	239.913	215.922	194.330	174.897	157.407	141.666	141.666	141.666	141.666	141.666
Inversiones patrimoniales	1.477	1.477	1.477	1.477	1.477	1.477	1.477	1.477	1.477	1.477
Impuesto diferido activo	2.327	2.373	2.421	2.469	2.518	2.569	2.620	2.673	2.726	2.781
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	106	108	110	112	115	117	119	122	124	127
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>922.958</b>	<b>893.323</b>	<b>866.125</b>	<b>841.128</b>	<b>818.055</b>	<b>796.711</b>	<b>791.085</b>	<b>785.436</b>	<b>779.763</b>	<b>774.064</b>

ESTADOS FINANCIEROS - VALORES EN MILES DE PESOS										
	<u>2018</u>	<u>2019</u>	<u>2020</u>	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>2024</u>	<u>2025</u>	<u>2026</u>	<u>2027</u>
Pasivos requeridos	13.644	25.214	34.067	42.360	50.275	57.859	65.154	72.697	80.508	88.606
Obligaciones financieras	44.277	44.277	44.277	44.277	44.277	44.277	44.277	44.277	44.277	44.277
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	189.517	159.082	132.241	108.576	87.612	69.068	66.857	64.718	62.647	60.642
Otras provisiones	1.506	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Beneficios a empleados	2.968	3.027	3.088	3.150	3.213	3.277	3.342	3.409	3.477	3.547
Impuesto corriente	3.525	3.596	3.668	3.741	3.816	3.892	3.970	4.049	4.130	4.213
<b>TOTAL DE PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>255.437</b>	<b>235.197</b>	<b>217.340</b>	<b>202.104</b>	<b>189.192</b>	<b>178.372</b>	<b>183.600</b>	<b>189.151</b>	<b>195.040</b>	<b>201.285</b>
Obligaciones financieras	6.442	6.442	6.442	6.442	6.442	6.442	6.442	6.442	6.442	6.442
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	3.426	3.426	3.426	3.426	3.426	3.426	3.426	3.426	3.426	3.426
Provisiones	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivo por impuesto diferido	100.649	100.649	100.649	100.649	100.649	100.649	100.649	100.649	100.649	100.649
Beneficios a empleados	15.931	15.931	15.931	15.931	15.931	15.931	15.931	15.931	15.931	15.931
Impuestos	7.588	7.588	7.588	7.588	7.588	7.588	7.588	7.588	7.588	7.588
<b>TOTAL DE PASIVOS DE LARGO PLAZO</b>	<b>134.036</b>									
<b>TOTAL DE PASIVOS</b>	<b>389.473</b>	<b>369.233</b>	<b>351.376</b>	<b>336.140</b>	<b>323.228</b>	<b>312.408</b>	<b>317.636</b>	<b>323.187</b>	<b>329.076</b>	<b>335.321</b>
Capital	700.000	700.000	700.000	700.000	700.000	700.000	700.000	700.000	700.000	700.000
Ganancias retenidas	(166.515)	(175.910)	(185.251)	(195.012)	(205.173)	(215.698)	(226.551)	(237.750)	(249.312)	(261.257)
<b>PATRIMONIO</b>	<b>533.485</b>	<b>524.090</b>	<b>514.749</b>	<b>504.988</b>	<b>494.827</b>	<b>484.302</b>	<b>473.449</b>	<b>462.250</b>	<b>450.688</b>	<b>438.743</b>
<b>PASIVOS Y PATRIMONIO</b>	<b>922.958</b>	<b>893.323</b>	<b>866.125</b>	<b>841.128</b>	<b>818.055</b>	<b>796.711</b>	<b>791.085</b>	<b>785.436</b>	<b>779.763</b>	<b>774.064</b>
<b>Activos totales sin exceso de tesorería</b>	<b>922.958</b>	<b>893.323</b>	<b>866.125</b>	<b>841.128</b>	<b>818.055</b>	<b>796.711</b>	<b>791.085</b>	<b>785.436</b>	<b>779.763</b>	<b>774.064</b>
<b>Pasivo más patrimonio sin pasivo requerido</b>	<b>909.314</b>	<b>868.109</b>	<b>832.058</b>	<b>798.768</b>	<b>767.780</b>	<b>738.852</b>	<b>725.931</b>	<b>712.739</b>	<b>699.255</b>	<b>685.458</b>
<b>Fer (fen, plug, var ajuste)</b>	<b>13.644</b>	<b>25.214</b>	<b>34.067</b>	<b>42.360</b>	<b>50.275</b>	<b>57.859</b>	<b>65.154</b>	<b>72.697</b>	<b>80.508</b>	<b>88.606</b>

Fuente: elaboración propia con base en información interna de la compañía

Anexo 3

Flujo de caja libre proyectado

FLUJO DE CAJA LIBRE - VALORES EN MILLONES DE PESOS										
DESCRIPCIONES	PROYECCIÓN PARA DIEZ AÑOS									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Flujo de caja libre por el método directo</b>										
Ingresos de actividades ordinarias	173.589	177.060	180.602	184.214	187.898	191.656	195.489	199.399	203.387	207.455
<b>Ingresos netos</b>	<b>173.589</b>	<b>177.060</b>	<b>180.602</b>	<b>184.214</b>	<b>187.898</b>	<b>191.656</b>	<b>195.489</b>	<b>199.399</b>	<b>203.387</b>	<b>207.455</b>
Costo de ventas y de operación	167.905	170.378	172.883	176.340	179.867	183.464	187.134	190.876	194.694	198.588
<b>Utilidad bruta</b>	<b>5.683</b>	<b>6.682</b>	<b>7.719</b>	<b>7.873</b>	<b>8.031</b>	<b>8.191</b>	<b>8.355</b>	<b>8.522</b>	<b>8.693</b>	<b>8.867</b>
Gastos de administración	17.410	17.759	18.114	18.476	18.846	19.222	19.607	19.999	20.399	20.807
<b>Utilidad de operación</b>	<b>(11.727)</b>	<b>(11.076)</b>	<b>(10.395)</b>	<b>(10.603)</b>	<b>(10.815)</b>	<b>(11.031)</b>	<b>(11.252)</b>	<b>(11.477)</b>	<b>(11.706)</b>	<b>(11.940)</b>
Impuestos de renta operativo	(3.870)	(3.655)	(3.430)	(3.499)	(3.569)	(3.640)	(3.713)	(3.787)	(3.863)	(3.940)
<b>UNODI (NOPLAT)</b>	<b>(7.857)</b>	<b>(7.421)</b>	<b>(6.964)</b>	<b>(7.104)</b>	<b>(7.246)</b>	<b>(7.391)</b>	<b>(7.539)</b>	<b>(7.689)</b>	<b>(7.843)</b>	<b>(8.000)</b>
Depreciación	1.979	2.046	2.053	2.057	2.123	2.190	2.261	2.333	2.408	2.485
<b>Flujo de caja operativo bruto disponible para inversiones operativas</b>	<b>(5.878)</b>	<b>(5.375)</b>	<b>(4.911)</b>	<b>(5.047)</b>	<b>(5.123)</b>	<b>(5.200)</b>	<b>(5.278)</b>	<b>(5.356)</b>	<b>(5.436)</b>	<b>(5.515)</b>
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	(802)	(818)	(835)	(851)	(868)	(886)	(903)	(921)	(940)	(959)
Impuestos corrientes	(74)	(75)	(76)	(78)	(80)	(81)	(83)	(84)	(86)	(88)
Inventario	(1.029)	(1.049)	(1.070)	(1.092)	(1.114)	(1.136)	(1.159)	(1.182)	(1.205)	(1.230)
Inversiones negociables	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
Cuentas por cobrar parte relacionadas	(10)	(10)	(11)	(11)	(11)	(11)	(11)	(12)	(12)	(12)

		(30.43)								
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	(34.266)		(26.842)	(23.665)	(20.964)	(18.544)	(2.210)	(2.139)	(2.071)	(2.005)
Otras provisiones	1.506	(1.506)	-	-	-	-	-	-	-	-
Beneficios a empleados	(1.153)	59	61	62	63	64	66	67	68	70
Impuesto corriente	(1.370)	71	72	73	75	76	78	79	81	83
<b>Capital de trabajo neto operativo (KTNO)</b>	<b>(37.199)</b>	<b>(33.764)</b>	<b>(28.701)</b>	<b>(25.560)</b>	<b>(22.897)</b>	<b>(20.521)</b>	<b>(4.226)</b>	<b>(4.196)</b>	<b>(4.168)</b>	<b>(4.144)</b>
<b>Flujo de caja operativo disponible para inversiones en activos fijos y otros operativos</b>	<b>(43.078)</b>	<b>(39.139)</b>	<b>(33.613)</b>	<b>(30.607)</b>	<b>(28.020)</b>	<b>(25.721)</b>	<b>(9.504)</b>	<b>(9.552)</b>	<b>(9.604)</b>	<b>(9.659)</b>
Propiedad, planta y equipo, bruto	5.830	5.830	5.830	5.830	5.830	5.830	5.830	5.830	5.830	5.830
Impuesto diferido activo	(46)	(47)	(47)	(48)	(49)	(50)	(51)	(52)	(53)	(55)
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	41	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
Provisiones	(1.476)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Capital empleado en activos fijos y otros operativos</b>	<b>4.350</b>	<b>5.781</b>	<b>5.780</b>	<b>5.779</b>	<b>5.778</b>	<b>5.777</b>	<b>5.776</b>	<b>5.775</b>	<b>5.774</b>	<b>5.773</b>
<b>Capital empleado operativo</b>	<b>(32.850)</b>	<b>(27.983)</b>	<b>(22.921)</b>	<b>(19.781)</b>	<b>(17.118)</b>	<b>(14.743)</b>	<b>1.550</b>	<b>1.580</b>	<b>1.606</b>	<b>1.629</b>
<b>Flujo de caja libre operativo (FCLO) para proveedores de capital</b>	<b>(38.728)</b>	<b>(33.358)</b>	<b>(27.832)</b>	<b>(24.828)</b>	<b>(22.242)</b>	<b>(19.944)</b>	<b>(3.728)</b>	<b>(3.777)</b>	<b>(3.830)</b>	<b>(3.886)</b>





Dividendos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Capital	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>FLUJO DE CAJA DEL PATRIMONIO (FCP)</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>AUMENTO O DISMINUCIÓN DE CAJA</b>	<b>225</b>	<b>230</b>	<b>236</b>	<b>241</b>	<b>247</b>	<b>247</b>	<b>252</b>	<b>257</b>	<b>262</b>	<b>267</b>

Fuente: elaboración propia con base en información interna de la compañía



Estructura de capital (millones de pesos)

Deuda (valor en libros)	64.363	75.933	84.786	93.079	100.994	108.578	115.873	123.416	131.227	139.325
Patrimonio (valor de mercado)	32.245	129.916	127.601	125.181	122.662	120.053	117.363	114.586	111.720	108.759
<b>TOTAL</b>	<b>\$196.608</b>	<b>\$ 205.849</b>	<b>\$ 212.386</b>	<b>\$ 218.260</b>	<b>\$223.656</b>	<b>\$ 228.631</b>	<b>\$ 233.235</b>	<b>\$ 238.002</b>	<b>\$242.947</b>	<b>\$248.085</b>
<b>D/D+E</b>	33%	37%	40%	43%	45%	47%	50%	52%	54%	56%
<b>E/D+E</b>	67%	63%	60%	57%	55%	53%	50%	48%	46%	44%
<b>D/E</b>	49%	58%	66%	74%	82%	90%	99%	108%	117%	128%
<b>WACC</b>	<b>9,65%</b>	<b>9,78%</b>	<b>9,93%</b>	<b>9,98%</b>	<b>10,06%</b>	<b>10,13%</b>	<b>10,20%</b>	<b>10,26%</b>	<b>10,33%</b>	<b>10,39%</b>

Fuente: elaboración propia con base en información interna de la empresa y en Damodaran

## ADVERTENCIA

Los Reportes Burkenroad de la Universidad EAFIT, de Medellín, Colombia, son análisis financieros de empresas cuyas acciones se cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia. Los informes son elaborados por alumnos de posgrado de la Escuela de Economía y Finanzas, bajo la supervisión de profesores de las áreas de Finanzas, Economía y Contabilidad de las Escuelas de Economía y Finanzas y de Administración de la mencionada universidad.

El Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), el Instituto de Estudios Superiores de Administración de Venezuela (IESA), la Universidad de los Andes, de Bogotá, Colombia, la Universidad ICESI, de Cali, Colombia, la Escuela de Postgrado de Administración de Empresas de Ecuador (ESPAE), de Guayaquil, Ecuador, y la Universidad Francisco Marroquín, de Guatemala, junto con la A. B. Freeman School of Business de Tulane University, de New Orleans, Louisiana, Estados Unidos, realizan también el Proyecto Burkenroad en Latinoamérica.

Este proyecto recibe el apoyo del Fondo de Inversiones Multilaterales del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Este programa enriquece el capital humano al brindar entrenamiento en técnicas de análisis financiero. A su vez, pretende facilitar el acceso de empresas a fuentes de financiamiento mediante el suministro de información financiera a inversionistas e instituciones del sector.

Los reportes preparados en el marco de este programa evalúan las condiciones financieras y las oportunidades de inversión en empresas. Los reportes financieros de empresas cuyas acciones se cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia se distribuyen a inversionistas nacionales y extranjeros a través de su publicación en nuestra página web y en la red Burkenroad Latinoamérica. También se distribuyen solo a empresas beneficiarias para su uso en futuras presentaciones privadas a instituciones financieras o inversionistas potenciales. Los planes de inversión y la situación financiera de las empresas analizadas se les presentan a la comunidad académica y a la financiera interesada en un encuentro semestral.

Para información adicional sobre el Proyecto Burkenroad de la Universidad EAFIT (Colombia), por favor visite una de las dos páginas web siguientes:

<http://www.eafit.edu.co/Burkenroad>

<http://www.latinburkenroad.com/>

Sandra C. Gaitán Riaño

[sgaitanr@eafit.edu.co](mailto:sgaitanr@eafit.edu.co)

Directora de Investigación

Reportes Burkenroad Colombia

Departamento de Finanzas

Universidad EAFIT

Medellín, Colombia, Suramérica

Teléfono (57) (4) 2619500, extensión 9585

Universidad EAFIT

Medellín – Colombia – Suramérica

Tel (57) (4) 2619500 Ext. 9585