

Grupo Empresarial Colombina

BVC: Colombina

Primera cobertura

 Fecha de Valoración: **1 de Octubre de 2016**
Recomendación: Comprar

Precio de la Acción y Valor del IGBC

La acción presenta un potencial de valorización en comparación con último precio registrado en la BVC de \$1.033 (20 feb 2012) esperando un valor por acción al 1 de octubre del 2016 de \$2.519, como resultado de expectativas positivas de desarrollo estratégico de la compañía apoyado en el panorama conveniente de la industria de alimentos y mercados saludables en países donde se proyecta.

Tabla de Valoración con los datos financieros más destacados

	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
UODI (Millones de Pesos)	98.985	47.125	69.203	88.071	121.269	153.915	193.225	211.595	217.906	232.037	247.947
FCLO (Millones de Pesos)	17.555	- 5.597	35.626	80.077	127.381	162.260	204.476	213.918	217.899	229.485	237.009
WACC		8,50%	7,79%	7,67%	8,42%	8,36%	8,33%	8,30%	8,09%	8,07%	8,05%
Margen Operacional	6,29%	4,20%	5,60%	6,73%	7,41%	8,61%	9,83%	9,91%	9,94%	10,04%	10,15%
ROIC	17,13%	7,28%	10,43%	13,06%	18,23%	24,16%	29,32%	26,37%	22,91%	21,31%	20,09%
Margen EBITDA	6,86%	6,96%	8,25%	9,35%	9,95%	11,05%	12,15%	12,15%	12,15%	12,15%	12,15%
ROA	2,22%	3,59%	1,18%	2,53%	3,65%	5,09%	6,12%	7,09%	7,02%	6,53%	6,34%
ROE	17,51%	5,71%	14,10%	22,20%	33,46%	42,86%	48,45%	42,97%	36,46%	33,23%	30,83%

Capitalización del Mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización Bursátil: COP \$411.110.729.609 (20 de febrero 2012-última marcación)

Acciones en Circulación: 397.977.674

Volumen Promedio diario DEL ÚLTIMO AÑO: 0

Bursatilidad: Inactiva

Participación índice: no participa

Cotiza en: Bolsa de Valores de Colombia - BVC

Beta: Inactiva – Beta industria 0,70

Rango último año: Inactiva

Apreciación global de la Compañía

Localización: Cali, Colombia

Industria: alimentos

Descripción: compañía cuyo objeto social es la producción y comercialización de productos alimenticios y productos afines o complementarios.

Productos y servicios: confitería, galletería, chocolates, helados, conservas, enlatados, salsas, café y distribución & comercialización.

Sitio web de la Compañía: <http://www.colombina.com/>

Analistas:

Sebastián Martínez Aguirre

Santiago Uribe Montoya

Directora de la Investigación de Inversión:

Sandra Constanza Gaitán Riaño

Asesor de Investigación:

Álvaro Hernández Bonet

DESEMPEÑO DEL PRECIO DE LA ACCIÓN

Colombina tiene en circulación en la Bolsa de Valores de Colombia la totalidad de sus 397.977.674. Desde el 20 de febrero del 2012 la acción de Colombina no registra movimiento y se encuentra en inactiva. Esto se da, principalmente, por ser una compañía familiar que, hasta la fecha, sigue en poder de muy pocos accionistas. Su último precio registrado fue de \$1.033.

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Se recomienda comprar la acción de Colombina, la cual tiene un precio objetivo de \$2.519, con una probabilidad del 90% que el precio de la acción oscile entre \$1.810 y \$2.460 pesos colombianos. Esta comparación se hace contra el último precio registrado en la bolsa de valores para la acción de Colombina S.A de \$1.033 en febrero del 2012, que muestra un potencial de valorización del 144% desde su último precio registrado. La oportunidad también se ve después del análisis de múltiplos; EV/EBITDA y precio/Valor en Libros donde el último precio registrado muestra una subvaloración de Colombina si se compara con el referente de la industria colombiana, como lo es el Grupo Nutresa.

El buen desempeño está sustentado en la diversificación que tiene Colombina de sus ingresos, tanto en variedad de unidades de negocio (7 negocios), ingresos por país (más de 70 mercados atendidos), como en la apuesta hacia el futuro con la incursión en el mercado saludable de la totalidad de sus líneas, en las cuales es líder en Colombia, y de donde provienen el 65% de sus ingresos. A su vez, espera recoger los frutos de inversiones efectuadas en años pasados en el mercado centroamericano y europeo donde hizo sus más recientes adquisiciones.

TESIS DE INVERSIÓN

Se recomienda comprar la acción de Colombina, principalmente, porque se ve una solidez en las proyecciones financieras de la compañía. A su vez, se observan proyecciones estables/positivas en los mercados e industria donde participa.

El mercado principal de Colombina es el mercado colombiano, el cual según consenso de Latin Focus muestra unas perspectivas positivas para la economía (+ 3,5% en promedio para los próximos diez años) e indicadores de la industria de manufactura y retail también al alza en proporción del +3,6% y +4,1% respectivamente (Focus Economics, 2015).

De igual manera, se estima que para el resto de sus mercados habrá una estabilidad económica, según el banco mundial (The World Bank, 2016), donde habrá un crecimiento promedio del 3,4% para la región andina (9,6% de los ingresos de Colombina en el 2015), 3,1% en Centroamérica (11,8% de sus ingresos en el 2015) y crecimientos del 2,1% y 1,5% para Estados Unidos y Europa respectivamente, que aunque hoy en día no son muy representativos en los ingresos de la compañía, empiezan a hacerse relevantes por decisiones de inversión estratégica que tomó la compañía.

Después del análisis estratégico, la empresa continuará en expansión, tanto en el mercado local como en mercados internacionales, donde aún es muy nueva. Se prevén crecimientos para los próximos diez años en ventas entre el 5,6% y el 16,12%. En estos diez años venideros se plantea un desarrollo en el mercado internacional donde pasará de pesar 34,8% del total de las ventas del 2015 a un 42,3% en el 2025, todo esto sustentado en su desarrollo de productos de mayor valor agregado (líneas saludables Colombina 100%) y unas perspectivas regionales positivas de la industria de alimentos. Se espera este alto desarrollo de la línea Colombina 100% con base en un informe de tendencias de Nielsen, donde muestra a la industria de alimentos y de productos saludables con un crecimiento del 12% en lo corrido del 2016, y se espera que su boom continúe en los próximos años. (Nielsen, Mayo 2016)

VALORACIÓN

La valoración de Colombina se hizo a través del método de flujo de caja libre descontado a diez años (2016P-2015P), método que permite traer a precios actuales el valor de la compañía basado en la generación de flujos en años futuros basado en la estrategia definida. Estos fueron descontados al *Rolling WACC* (costo promedio ponderado de capital móvil), hallado con base en la proyección de sus fuentes de financiación y el costo de estas, lo que incluye terceros (bancos) y accionistas (costo de patrimonio calculado a través del modelo CAPM).

Tabla 1 Cálculo del Rolling WACC

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Prima de riesgo de mercado (MRp)	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%
Beta desapalancado (Bu)	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
Riesgo País (EMBI JP Morgan)	2,45%	2,45%	2,45%	2,45%	2,45%	2,45%	2,45%	2,45%	2,45%	2,45%
Beta apalancada (BL)	1,76	1,90	1,92	1,98	1,82	1,75	1,69	1,61	1,56	1,53
Tasa libre de Riesgo (Rf)	1,57%	1,57%	1,57%	1,57%	1,57%	1,57%	1,57%	1,57%	1,57%	1,57%
Ke	12,74%	13,63%	13,76%	14,14%	13,12%	12,65%	12,27%	11,76%	11,48%	11,25%
Inflacion EEUU	1,80%	2,00%	2,10%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%
Inflacion COL	5,00%	3,20%	3,20%	2,90%	2,90%	2,90%	2,90%	2,90%	2,90%	2,90%
Ke Col	16,3%	15,0%	15,0%	14,9%	13,9%	13,4%	13,0%	12,5%	12,2%	12,0%
Tasa de Impuesto efectiva	-40,00%	-41,00%	-42,00%	-33,00%	-33,00%	-33,00%	-33,00%	-35,00%	-35,00%	-35,00%
Kd*	5,41%	5,32%	5,23%	6,04%	6,04%	6,04%	6,04%	5,86%	5,86%	5,86%
% Deuda	71,59%	74,35%	75,00%	73,16%	70,44%	69,00%	67,72%	66,49%	65,40%	64,41%
% Patrimonio	28,41%	25,65%	25,00%	26,84%	29,56%	31,00%	32,28%	33,51%	34,60%	35,59%
Rolling WACC	8,50%	7,79%	7,67%	8,42%	8,36%	8,33%	8,30%	8,09%	8,07%	8,05%

Nota: P = (proyección)

Fuente: elaboración propia con base en (Colombina, 2016), (Damodaran, 2016) (The World Bank, 2016), (Focus Economics, 2015)

La proyección de venta se hizo por región de ingreso y por unidad de negocio basado en composición del mix de cada negocio actual y potencial de crecimiento por región definido. (Estos conceptos están especificados en la sección de *Evolución Histórica y Proyecciones Financieras*).

Tabla 2 Proyección de venta por región (millones de pesos)

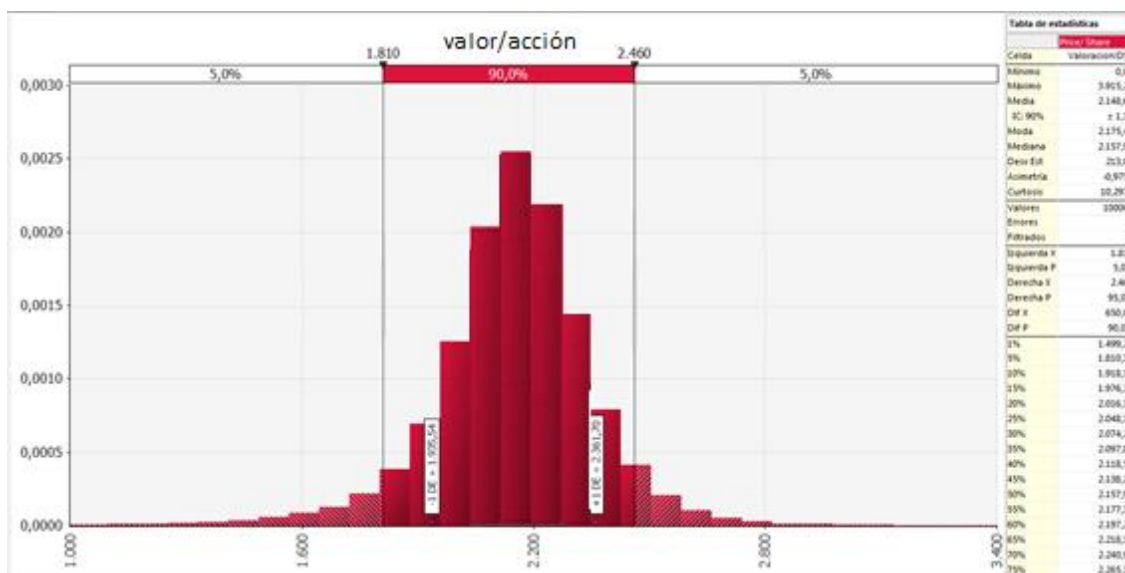
Proyección Ingresos Reales COP\$ (Millones de Pesos)	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Ingreso Operacional Consolidado	1.870.274	2.093.092	2.257.914	2.443.263	2.668.119	2.934.786	3.186.103	3.373.024	3.556.985	3.757.585
Colombia	1.115.135	1.209.451	1.319.842	1.445.428	1.572.672	1.697.674	1.826.859	1.936.449	2.050.022	2.167.145
North America and Other COP	281.978	340.304	368.073	393.315	433.323	493.376	544.164	571.323	595.122	623.859
Central America COP	230.063	263.374	278.025	289.978	316.019	355.921	388.367	409.460	428.293	450.794
Andean Region COP	186.493	212.991	224.827	238.446	262.980	300.142	332.087	355.229	376.956	402.279
Europa Inorganico COP	56.604	66.971	67.147	76.095	83.126	87.672	94.627	100.562	106.593	113.508
Ingresos Colombia	1.115.135	1.209.451	1.319.842	1.445.428	1.572.672	1.697.674	1.826.859	1.936.449	2.050.022	2.167.145
Ingresos Mercados Internacionale	755.138	883.641	938.072	997.834	1.095.448	1.237.112	1.359.244	1.436.574	1.506.963	1.590.441

Nota: P = (proyección)

Fuente: elaboración propia

Se realizó análisis de sensibilidad sobre variables estratégicas que afecta el valor de la compañía a valor presente. Las variables tenidas en cuenta para este análisis fueron: WACC, g (factor de crecimiento a perpetuidad), KTNO, NOPLAT, inversión en Capex y porcentaje de dividendos decretados adicionales a proyección. Además se realizó una simulación estadística teniendo en cuenta los mismos factores estratégicos como variables aleatorias de sus propias distribuciones, con 100.000 iteraciones, y con la cual se encontró un 95% de confianza que el valor de la acción de Colombina sería mayor a \$1.810 pesos, y con un 90% de confianza, este mismo estaría ubicado entre \$1.810-\$2.460 pesos, para arrojar \$2.149 pesos como el valor más probable. De esta manera se reafirma el potencial de valoración que tiene esta acción.

Tabla 3 Simulación valor/acción Colombina.



Fuente: elaboración propia

Tabla 4 Múltiplos del sector

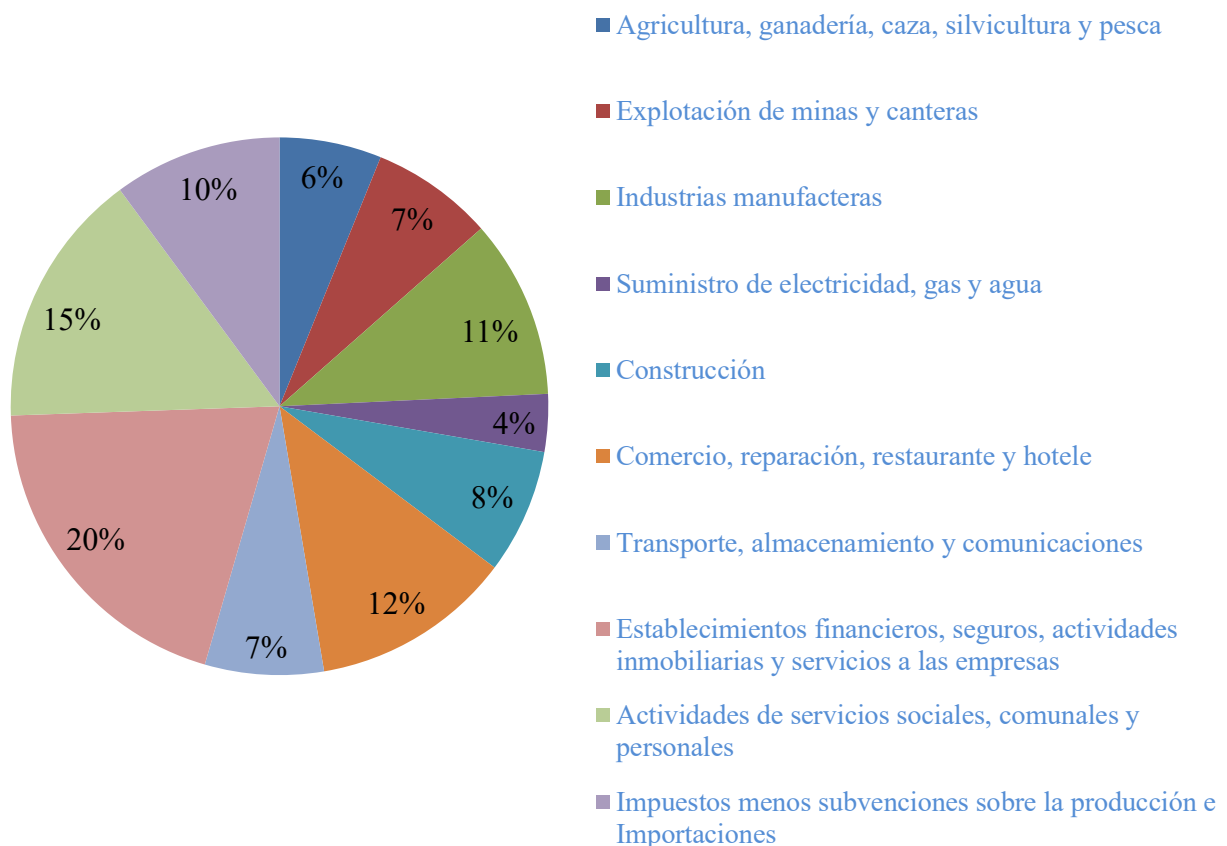
Empresa	Precio (USD)	Utilidad por Accion	EBITDA (USD B)	Capitalizacion bursatil (USD B)	P/VL	RPG	Precio / EBITDA	EV/ EBITDA
Nutresa	8,780	0,32	0,33	4,04	1,43	27,86	12,15	13,48
Mondelez International, Inc	42,91	4,64	9,63	66,77	2,36	9,26	8,33	8,45
Nestle	76,75	2,99	17,67	249,55	3,96	25,67	13,40	15,28
Colombina	0,35	0,04	0,055	0,14	0,22	8,44	2,53	N/A

Fuente: elaboración propia con base en (Bloomberg, 2016)

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

La industria manufacturera colombiana, la cual se dedica a la compra y transformación de materias primas para la generación de productos de valor agregado, representó en 2015 un 10,7% de la totalidad del PIB (2T2015) y creció en total un 1,2% comparado con el 3,1% de crecimiento del PIB colombiano, el cual se cuantificó en una variación total de 377,74 a 389,4 Billones USD según el banco mundial para los años 2014 y 2015, respectivamente. La participación de la industria de alimentos dedicada a la producción de panadería, macarrones, fideos, elaboración de cacao, chocolates, confitería y otros representó en 2014 el 4,7% del total de la producción real de la industria, aproximadamente \$10,066,690 Millones de pesos, lo cual representa aproximadamente el 1,0% del total del índice de producción manufacturero.

Tabla 5 Composición del PIB colombiano por industria.



Fuente: (Dinero, 2015)

Los principales indicadores de la industria están asociados a la competitividad relativa del sector, la cual se mide en términos de participación tanto de su aporte a la economía y a su subindustrias, la producción real en términos de crecimiento en ventas y volúmenes, la eficiencia en términos de su producción en tasas de unidades o tiempos, la eficiencia en costos, la generación de productos de valor agregado, y la innovación, la investigación y el desarrollo. Por otra parte, los determinantes del precio están principalmente asociados al costo de las materias primas, inversión en activos específicos y mano de obra. En el caso de Colombina, el azúcar representa el insumo más importante para su producción en los diferentes segmentos en los que participa. Este, que proviene de ingenios azucareros nacionales y extranjeros, representa alrededor de un 15% del costo de sus ventas.

La industria de alimentos en Colombia está regulada por el Instituto Nacional de Vigilancia de Medicamentos y Alimentos (INVIMA), el cual tiene la misión de proteger y promover la salud de la población, mediante la gestión del riesgo asociada al consumo y uso de alimentos, medicamentos, dispositivos médicos y otros productos objeto de vigilancia sanitaria.

Las empresas más significativas comparables y competencia de Colombina teniendo en cuenta participación de industria, cobertura geográfica, modelo de negocio, precios y productos en los segmentos de confitería, galletería, salsas y conservas, heladería, café y enlatados son: Nutresa, Aldor, Nestle y Modelez.

Tabla 6 Posición competitiva de Colombina en categorías donde participa

Posición Competitiva y ranking de participación	Participación Mercado (%)	Ranking
Productos Empacados	3,3%	5
Comida para bebés	1,5%	8
Galletas	12,2%	3
Golosinas	24,0%	1
Confitería y chupetes	44,0%	1
Helados	13,6%	2
Cárnicos y comida de mar procesada	13,3%	2
Mermeladas	8,0%	2
Snack	0,3%	15

Fuente: elaboración propia con base en (Euromonitor, 2016)

Análisis de las 5 fuerzas de Porter para industria de alimentos

Poder de negociación de los Compradores o Clientes

El poder de negociación de los clientes en un mercado se da si estos son un grupo pequeño y tienen un impacto ostensible al cambiar su decisión de compra entre un producto que ofrecen pocos vendedores y si esta decisión de compra se puede realizar de manera fácil. La naturaleza de la industria de alimentos en la cual participa Colombina se rige por las características del consumo masivo del país. La alta rotación de bienes durables y la competencia agresiva de los protagonistas locales y extranjeros

hacen que la decisión de compra del consumidor, cliente objetivo de Colombina, represente un riesgo alto por la oferta actual del mercado. El riesgo particular de Colombina se presenta en que sus productos se pueden sustituir por las otras marcas que participan en el mercado con redes de distribución similares y con la posibilidad de comprar mercado vía calidad y precio. Desde el punto de vista de clientes, no hay un riesgo a mediano plazo que pueda desplazar los productos de Colombina del mercado tradicional, el cual representa su mayor volumen de ventas.

Poder de negociación de los Proveedores o Vendedores

Colombina satisface su necesidad de materias primas a través de proveedores nacionales y extranjeros para comprar azúcar, goma base, glucosa, harina de trigo, leche, cacao, aceites, envolturas, envases y otras materias primas de menor cuantía. Entre las mencionadas anteriormente, el azúcar, la glucosa y la goma base representan las materias primas con mayor impacto en la rentabilidad del negocio. En 2015 estas tuvieron un incremento de precio de más de dos veces la inflación colombiana. Particularmente para Colombina y la industria, el factor de costos de materias primas y mano de obra afectan por igual a sus competidores, por lo que el riesgo que representan se da cuando estas variables se trasladan al bolsillo de sus consumidores. Sin embargo, Colombina tiene la ventaja de tener una integración vertical en el suministro de azúcar, al ser accionista de ingenios azucareros del Valle del Cauca como lo es el Ingenio Riopaila–Castilla, fusión de Ingenio Riopaila S.A y el ingenio Central Castilla S.A, creados por el mismo fundador de Colombina S.A, Hernando Caicedo. Esto permite a Colombina tener una ventaja competitiva del valioso insumo para sus productos.

Amenaza de nuevos competidores entrantes

La industria de consumo masivo de alimentos en Colombia es un mercado totalmente abierto. Dentro de este, Colombina compite actualmente con marcas con participación considerable tanto en el mercado local como en la escena internacional, como lo son Nutresa, Aldor, Nestle y Mondelez. Aunque se trate de un mercado maduro, la incursión de empresas extranjeras de gran envergadura aún es posible. También es una amenaza el desarrollo de productos en el segmento de dulces/bombones/confites en empresas de la industria que son actualmente fuertes en las líneas diferentes a las de Colombina.

Amenaza de productos sustitutos

En el caso de Colombina, los productos de los competidores se consideran, por sus características de calidad y precios, como sustitutos en todas las líneas actuales. Esta realidad representa un riesgo latente para la compañía, pues de la misma depende su actual penetración en el mercado en contra de amenazas de otros productos posicionados y la competencia creciente de las marcas propias en el mercado. Además de esto, la competencia también apela a que los productos de Colombina se enfrentan a cualquier opción de gasto que pueda tener el consumidor, pues los productos no son de la canasta familiar.

Rivalidad entre competidores

Siendo Colombina uno de los protagonistas en el segmento de confitería su rivalidad principal se encuentra en los segmentos no tradicionales donde está tratando de aumentar participación. Esto se evidencia principalmente en el segmento de galletería, chocolates y helados, los cuales están fuertemente dominados por las marcas de

compañías del grupo Nutresa y Nestle. En el segmento tradicional de confitería se encuentra Aldor S.A, que compite contra las marcas Bom Bom Bum, Grissly y Xtime, con productos que aunque aún no tienen participación de mercado y difusión alta en Colombia, representan una amenaza para los mercados internacionales en donde se ha posicionado con gran habilidad. (Euromonitor, 2016)

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Historia, localización e infraestructura.

Colombina nace en el año 1927 como una empresa familiar, con producciones marginales de dulces a partir de lo que dejaban los ingenios donde la familia Caicedo era socia. Poco a poco su fundador, Hernando Caicedo, empieza a volver el negocio masivo y a crear un mercado, con lo que antes eran los dulces caseros. En la década de 1940 Colombina atraviesa por un cambio generacional en sus directivas. Moderniza sus procesos y técnicas, y llega a producir 15.000 libras/día. Tiene un crecimiento acelerado en el mercado nacional y, en 1946, incursiona en Estados Unidos, el cual constituye su primer mercado internacional. (Colombina, 2014).

Colombina continúa con la modernización de sus procesos e innovación de sus productos, para competir con las principales empresas europeas en el mercado internacional. Dada a su continuo crecimiento en el mercado nacional e internacional, en 1968 inauguran una nueva planta productora de dulces en La Paila, Colombia. Apalancada en la capacidad y tecnología de sus nuevas instalaciones, la siguiente década para Colombina representara el lanzamiento de los que hoy en día son sus marcas más exitosas y referentes en la categoría: *Bom Bom Bun*, *Coffee Delight* & *Nucita*.

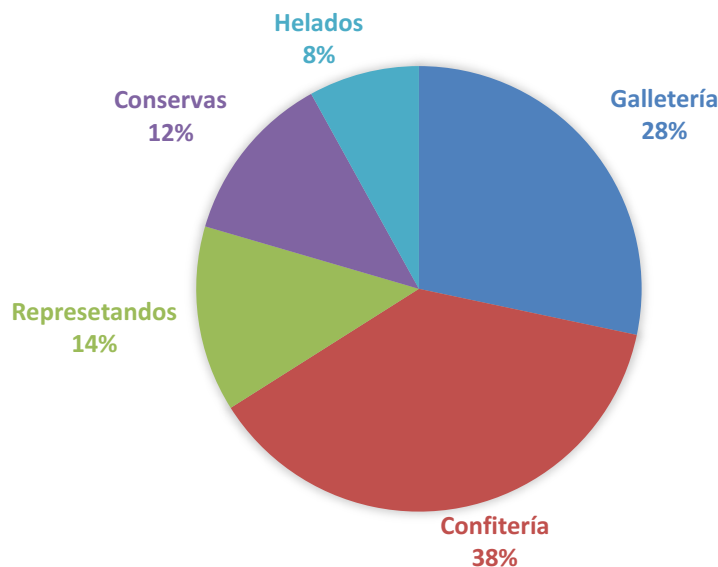
En los años ochenta Colombina consolida sus líneas existentes y adquiere la empresa de galletas *Splendid*, para entrar a competir en una nueva categoría. También genera una importante alianza con la empresa *Seatech International*, para representar y distribuir exclusivamente los enlatados *Van Camps*. (Colombina, 2014).

La llegada del siglo XXI representa un crecimiento importante para Colombina, cuando en los años 2000 y 2001 inauguran Colombina del Cauca para la fabricación de galletería en Colombia y planta de dulces y galletas en Guatemala, respectivamente, periodos cuando inicia la operación de la nueva planta de conservas “La Constancia” en Bogotá, Colombia. Entre 2004 y 2006 adquiere dos importantes competidores de la categoría de helados, como lo son Helados LIS, con planta en Medellín y helados Robín Hood, en Bogotá. (Dinero, 2016).

En 2013 Colombina complementa su portafolio de salsas y materias primas de ají con la compra de la compañía C.I. COMEXA S.A, conocida por su potente marca AMAZON. Su más reciente adquisición es la empresa de dulces española FIESTA, comprada en octubre de 2015 por un monto de 16,8 Millones de Euros. (Dinero, 2016). Su última adquisición fue en Guatemala, donde compró el 50% restante de CAPSA,

empresa donde hoy en día logra controlar el 100% de su operación y se esperan sinergias en Centroamérica para los años futuros. (Colombina, 2016).

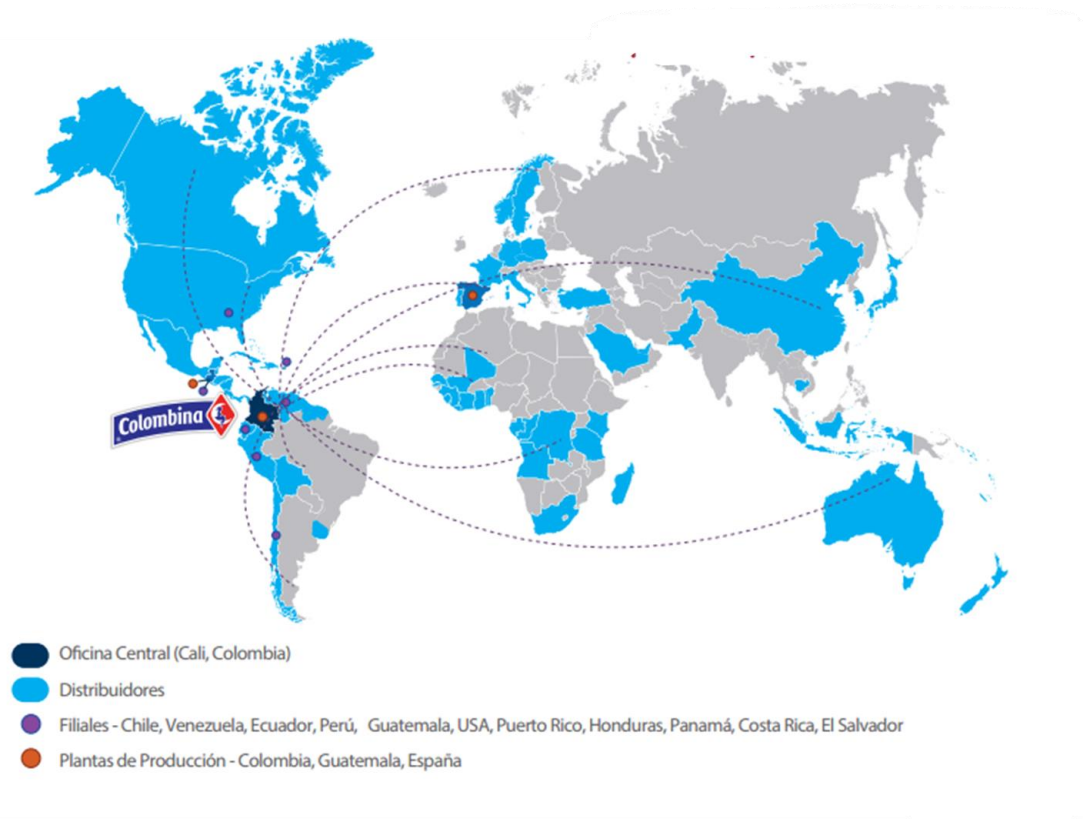
Tabla 7 % Ebitda por negocio Colombina



Fuente: elaboración propia con base en (Bloomberg, 2016)

Hoy Colombina cuenta con ocho plantas de producción en Colombia, Guatemala & España. Tiene alrededor de 776.075 clientes directos e indirectos en el mundo, y con presencia en más de setenta países a través de filiales y distribuidores. (Colombina, 2016).

Tabla 8 Presencia de Colombina en el mundo.



Fuente: (Colombina, 2016)

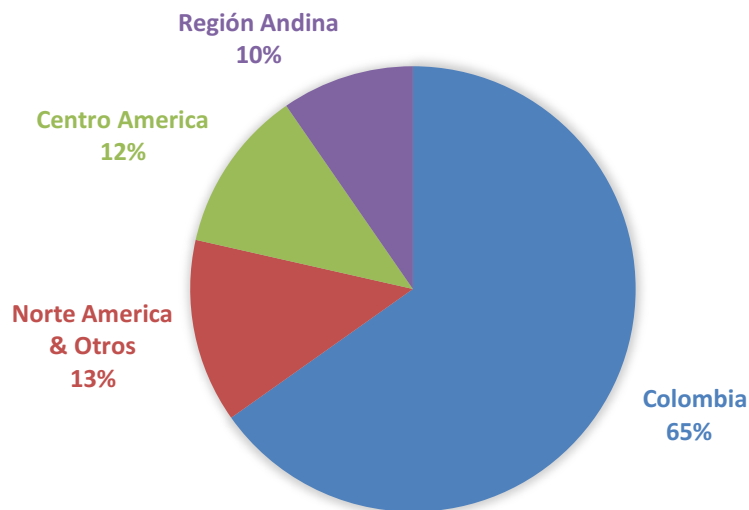
Los ingresos de Colombina para el cierre del 2015 se dieron en un 65% en el mercado nacional, por \$1 billón 55.175 millones de pesos y los restantes 555.479 millones de pesos (35%) se dieron en el mercado internacional, fuertemente jalonado por las ventas en centroamérica y el caribe, donde Colombina lidera en dulcería. (Bloomberg, 2016).

Tabla 9 Unidades de negocio & principales marcas de Colombina S.A

Colombina El sabor es infinito						
Salsas y Conservas	Chocolates	Dulcería	Galletas	Helados y Postres	Bebidas	Representados

Fuente: elaboración propia con base en (Colombina, 2016)

Tabla 10 Ingreso operativo por región



Fuente: (Bloomberg, 2016)

Trayectoria de la alta gerencia

Colombina es una empresa que, desde sus inicios, ha sido manejada por la familia Caicedo. Fue fundada en 1927 por Hernando Caicedo y luego su hijo Jaime Hernando toma el control de la compañía en 1946, etapa marcada por un alto enfoque productivo y de industrialización. En el 2002 Cesar A. Caicedo asume la presidencia del grupo, como tercera generación, con visión de modernizar y abrir al mundo la compañía. Hoy en día la familia Caicedo continúa con la mayoría de acciones y con el mando de la empresa.

Competidores de Colombina en el mundo

Al Colombina participar en diferentes categorías de consumo masivo, se encuentra con competidores multilatinos/multinacionales que también participan en sus mismas categorías y conviven en la mayoría de los mercados internacionales:

Mondelez: Con origen en Estados Unidos, es una de las compañías de snacks más grandes del mundo, que alcanzó ventas en el 2015 por 30 Billones de dólares, presente en todos los continentes del mundo. Hoy el 86% de los ingresos de Mondelez viene de sus tres principales categorías: chocolates, galletas y dulcería. Algunas de sus más reconocidas marcas son: Oreo, Chips Ahoy, Club Social, Milka, Trident & Halls. (Mondelez, 2016).

Grupo Nutresa: Empresa Colombiana, multi-latina con presencia en la mayor parte del continente americano, líder en la mayoría de las categorías en las que participa en Colombia (61,1% de participación consolidada según Nielsen). Ventas en el 2015 por

\$7 billones 945 millones de pesos. Sus marcas principales que compiten con Colombina son: Jet, Cream Helado, Colcafe & Saltin Noel. (Grupo Nutresa, 2016).

Comestible Aldor: Empresa de origen colombiano. Es la principal competencia de Colombina en su línea de dulcería. Aldor está presente en gran parte de Latinoamérica, Europa y África. Su principal producto competencia es Pin Pop, que le compite directamente al producto estrella de Colombina Bom Bom Bun. (Comestibles Aldor, 2016).

Nestle: empresa líder y referente del consumo masivo con ventas mundiales por 88.8 billones de dólares, presente en todo el mundo. Sus principales marcas que compiten con Colombina son: Nestle, Nescafe, Kit Kat. (Nestle, 2016).

Tabla 11 Análisis DOFA

<p>Fortalezas</p> <ul style="list-style-type: none"> - Posicionamiento de las marcas en mercado colombiano, latinoamericano y español. - Poder de negociación ante los canales de venta por diversificación en categorías en las que participa de manera activa. - Llegada internacional a 70 países: llegando a 22.000 clientes de manera directa. - Noventa años de experiencia en el mercado nacional colombiano creando cercanía y entendimiento de canales y clientes. - Situación financiera estable en el futuro; los vencimientos futuros están alineados con la generación de flujos de caja proyectados. 	<p>Oportunidades</p> <ul style="list-style-type: none"> - Potencializar proyecto 100% Colombina, proyecto naciente que busca cautivar a través de ingredientes naturales y con beneficios nutricionales. Plan piloto empezó con 8 categorías - Diversificación de portafolio actual a líneas saludables de acuerdo con las tendencias crecientes Fit - Ingreso con el 100% de las categorías disponibles en países donde hoy en día tienen filiales o distribución. - Adquisición de empresas pequeñas y medianas que participan en categorías de consumo masivo para fortalecer su llegada a canales y poder de distribución en Colombia y en mercados internacionales existentes o potenciales.
<p>Debilidades</p> <ul style="list-style-type: none"> - No cuenta con planta de producción local en la mayoría de sus mercados internacionales, haciendo los márgenes de exportaciones muy sensibles a la tasa de cambio. - Focalización en mercados mayoristas informales, lo que se vuelve una debilidad en nuevas categorías que no sean relevantes en estos canales. 	<p>Amenazas</p> <ul style="list-style-type: none"> - Dependencia de los precios de commodities como el azúcar, materia prima de una de sus líneas principales. - Cambiantes políticas de comercio exterior con uno de sus principal mercados internacionales: Ecuador. - Competidores de grandes marcas y músculo financiero presentes tanto en Colombia como en el resto de países. - Inestabilidad política y continuo decrecimiento en mercado venezolano (socio natural). - Cambio de cultura con nuevas generaciones enfocadas en alimentación saludable. - Entrada de competidores asiáticos de bajo precio. - Incertidumbre por el riesgo en el mercado colombiano, donde la firma o no del proceso de paz puede definir escenario económico de los próximos años. - Productos fácilmente sustituibles por cualquier otro alimento

Fuente: elaboración propia

Estrategia

Colombina trabaja bajo cinco pilares fundamentales para su operación: balance ecológico, desarrollo social & fomento a la competitividad, calidad & transparencia & nutrición, importancia de los colaboradores y eficiencia económica & crecimiento continuo.

Como empresa, Colombina ocupa el número uno entre los tres primeros puestos de compañías alimenticias colombianas de mayor valor de marca, según el BAV (Empresa de consultoría de Equity de marcas). Además, Colombina ocupa el puesto número catorce entre las cien empresas colombianas con mejor reputación y es número dieciséis entre las mejores compañías para trabajar en Colombia. (Colombina, 2016).

Desarrollos recientes

Su más reciente y ambicioso desarrollo es el proyecto Colombina 100%, con el cual pretende extender, en ocho de sus categorías, una línea que tenga en común que sean productos 100% naturales, libres de colorantes y saborizantes artificiales y, adicionalmente, uno o más beneficios nutricionales que le agreguen valor al consumidor.

Este lanzamiento se dio con un portafolio de 32 productos donde sobresalen algunos como: Salsa de tomate La Constancia baja en sodio, Galletas con base en quinoa Crakinua, Bridge gluten free y barras de cereal Kick con proteína, entre otros. Este lanzamiento en un muy corto periodo trajo resultados positivos inmediatos, con niveles de rotación en punto de venta del 90% y mejoró a Colombina en 10 puntos en el atributo de “salud” bajo la medición realizada por el BAV. (Colombina, 2016).

El proyecto Colombina 100% continúa con su segunda fase lanzada en abril de 2016 para expandirse internacionalmente, además de incluir nuevos productos a sus desarrollos.

Accionistas

Colombina S.A permanece en mayor parte de propiedad de la descendencia de su fundador el Sr. Hernando Caicedo. El 97.1% de la compañía está en manos de las diferentes sociedades que sus familiares han creado y, el porcentaje restante, corresponde a socios minoritarios.

Los dividendos los decreta anualmente la asamblea de accionistas en la cual se decide fijar el monto de dividendos a repartir, la forma y plazos para su pago de acuerdo con las utilidades y el flujo de caja anuales de la compañía. El pago de dividendos es en efectivo, a doce cuotas mensuales, iniciando en abril y terminando en marzo, los días ocho de cada mes. La compañía no ha emitido o recomprado acciones recientemente. Sin embargo, ha incurrido en emisión de deuda para financiar sus operaciones de crecimiento estratégico. La acción de Colombina S.A se encuentra listada en la bolsa de valores de Colombia bajo el nemotécnico “COLOMBINA” con condición de mercado libre y liquidez muy baja o inactiva; la última marcación listada fue el 20 de febrero de 2012, en la cual la acción cerró con un valor de \$1033 pesos por acción.

Tabla 12 Accionistas Colombina

NOMBRE ACCIONISTA	# DE ACCIONES	% DE PARTICIPACIÓN
HILDA CAPURRO DE CAICEDO & CIA S. EN C.	62.824.721	15,79%
FIDEICOMISO 36421603 COLOMBIA	38.867.784	9,77%
FIDEICOMISO 36421389 COLOMBIA	38.867.783	9,77%
FEDEICOMISO 15350567	38.867.783	9,77%
FIEDICOMISO ACCIONES CALI	33.875.837	8,51%
BLUE OCEAN CAPITAL INVESTMENTS INC.	32.683.324	8,21%
INVERSIONES LOS TORILES S.A.S.	18.860.615	4,74%
CASCAIS SAS	14.034.214	3,53%
AEQUITA SAS	14.034.214	3,53%
HILDA MARÍA CAICEDO DE GÓMEZ	13.920.259	3,50%
ZAFRA & CIA S.C.S	10.894.442	2,74%
INVERSIONES ARIZONA LTDA. - En liquidación	9.567,039	2,40%
JULIANA GOMEZ CAICEDO	8.921,108	2,24%
FIDEICOMISO MONTELORO (AGC)	8.634,004	2,17%
EUGENIA GOMEZ CAICEDO	8.634,003	2,17%
FIDEICOMISO CALVADOS (POC)	7.843,999	1,97%
CARLOS ANDRES OSPINA CAICEDO	7.843.999	1,97%
JUAN MANUEL CAICEDO CAPURRO	6.137.024	1,54%
BELISARIO CAICEDO CAPURRO	6.137.024	1,54%
CECILIA CAICEDO DE TOVAR	4.940.346	1,24%
OTROS ACCIONISTAS CON MENOR PARTICIPACIÓN	11.587.951	2,91%

Fuente: (Colombina, 2014)

RIESGOS DE INVERSIÓN

Riesgo de liquidez o financiación

Colombina cubre su financiación a través de diversas fuentes, las cuales están tanto en COP como en USD, teniendo una proporción de 89% y 11%, respectivamente. Los bonos emitidos en el año 2009 representan un 34% de la deuda de la compañía en COP y el restante es deuda indexada en DTF. El endeudamiento a corto plazo representa entre un 35% a 45% de la deuda total, la cual representa entre 70% y 75% del activo total de la compañía. (Colombina, 2016).

Para minimizar estos riesgos de deuda, Colombina recurre a las siguientes estrategias como parte integral de la gestión de riesgo del grupo:

- Descuentos financieros de pronto pago con los clientes de las grandes superficies como el Éxito, el cual representa su cliente más grande en Colombia y otros de sus distribuidores en el canal tradicional.
- El uso de herramientas de factoring para sus clientes grandes y medianos.
- Gestión de cartera con una rotación de 32 días en promedio con revisión constante de la calidad de cuentas por cobrar. El riesgo de crédito es bajo, pues la concentración de cartera es poca y la base de clientes es amplia. (Colombina, 2016).

Riesgo de tipo de cambio

Las diferentes inversiones que realiza Colombina en el exterior y la necesidad de suplir su materia prima a través de importaciones representan un riesgo alto en caso de tener volatilidad de la tasa COP/USD, tal como se dio en el año 2015. En este caso los proyectos de modernizaciones de plantas en Centroamérica y el costo del azúcar afecta el resultado de las operaciones.

Para afrontar los riesgos descritos, Colombina utiliza derivados como forwards y opciones, los cuales buscan minimizar la cobertura ante fluctuaciones de tasa de cambio y volatilidad de los mercados. En este caso, contratos de forward son pactados a máximo un año y se utilizan para cubrir, principalmente, las exportaciones de la compañía. (Colombina, 2016).

Riesgo de mercado/país

Colombina es una empresa que opera en más de setenta países del mundo con diferentes líneas de productos. Así, está expuesta constantemente al riesgo implícito que se corre en cada uno de estos. Un claro ejemplo es lo que le ha venido ocurriendo en Venezuela, mercado natural de Colombina por su cercanía y que llegó a ser uno de los principales lugares de exportación. Allí, año a año, vienen disminuyendo ventas (68% de disminución en comparación con 2014) y la probabilidad de no pago de los clientes. Para mitigar este riesgo, Colombina tiene políticas de cero ventas a crédito con sus clientes venezolanos, y únicamente se les despacha la mercancía una vez se haya recibido el anticipo en dólares. (Colombina, 2016).

Riesgo de regulación

La creciente tendencia tanto de gobierno y consumidores de tener una alimentación sana y balanceada, representa un riesgo latente para Colombina en el ámbito regulatorio internacional y local. La FDA, entidad equivalente al INVIMA colombiano en Estados Unidos, ha promovido una mejor difusión del contenido nutricional en los productos empacados en los últimos años, haciendo énfasis en la cantidad de azúcar en gramos y las calorías equivalentes en los empaques de productos. (U.S. Food and Drug Administration, 2016) Debido a que la FDA es un referente mundial en control y regulaciones, acciones similares se esperan en los países del continente americano y Europa. Ecuador, por su parte, ya adelantó regulaciones similares a la mencionada. (Agencia Nacional de Regulación, Control y Vigilancia Sanitaria, 2014) Un ejemplo claro de la tendencia regulatoria es el compromiso de Coca Cola con el gobierno del Reino Unido para reducir a un nivel bajo o nulo el contenido de calorías en sus gaseosas para el año 2020. (Wired, 2016).

El portafolio de productos Colombina 100%, productos manufacturados libres de colorantes, saborizantes, sin azúcar añadida y con beneficios nutricionales fue lanzado en el año 2015, y representa la forma de adaptarse al mercado para combatir estas posibles amenazas.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

Supuestos de Operación

Ventas estimadas

Los ingresos operacionales de Colombina se proyectaron por región en sus cinco principales lugares de operaciones: Colombia, Zona Andina, Europa, Centro América, y Norte América & Otros.

El crecimiento de ingreso se proyectó como un resultado de los siguientes factores:

- Ponderación de proyección de crecimiento económico (PIB) de las principales regiones y desempeño de indicador de crecimiento manufacturero o consumo privado.
- Expectativas de crecimiento del sector golosinas, confitería y alimentos similares, según Euromonitor. (Euromonitor, 2016).
- Crecimiento adicional estimado por lanzamiento de nuevas líneas, especialmente *Colombina 100%*, línea acorde con la tendencia de alimentación sana mundial creciente, basado en expectativas de crecimiento de canasta saludable según Nielsen (Nielsen, Mayo 2016). Este crecimiento se refleja en ingresos, para impactar categorías de galletería y conservas, líneas donde se acentúa la migración del portafolio a lo saludable. Confitería, por su parte, se asume que no es impactada significativamente por nueva tendencia saludable, debido a que su canal más representativo es el canal tradicional donde el cambio es más lento en cultura de consumo por la variable de precio, la cual implica un mayor desembolso para estos productos.
- Ingresos adicionales que aporta la adquisición de 2015: Fiesta SA (España) y 50% restante de CAPSA (Guatemala).

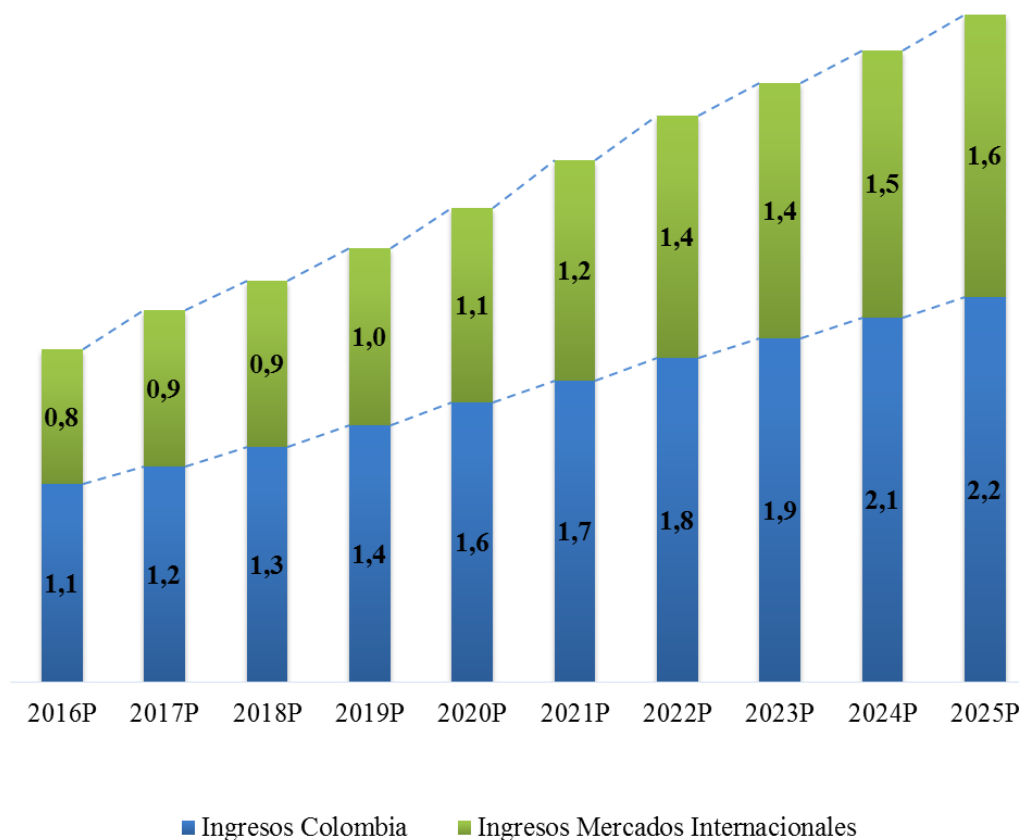


Tabla 13 Ingresos Operacionales Colombina (billones de \$)

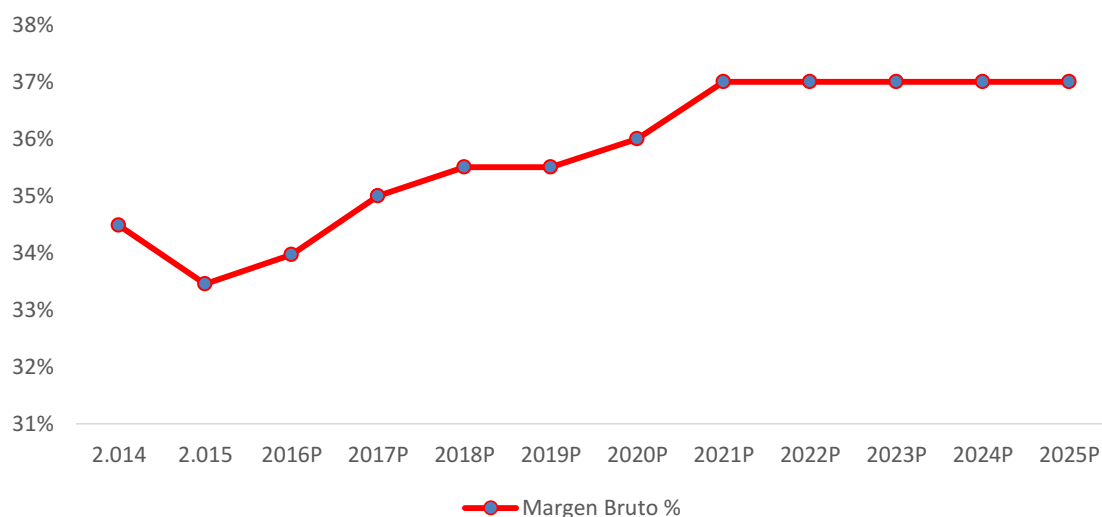
Nota: P = (proyección)

Fuente: elaboración propia

Evolución en costos

El costo de venta como porcentaje parte como un promedio del obtenido real por parte de la empresa en los últimos dos años de estados de resultados por NIIF. A partir del año 2017P se proyecta una mejora del margen gradual, basado en un incremento mayor del precio contra el costo, dado por la estrategia hacia el futuro de enfocarse en productos de mayor valor agregado, como lo son los saludables, los cuales permiten un mayor precio relativo a los actuales en el punto de venta.

Tabla 14 Evolución del margen bruto.

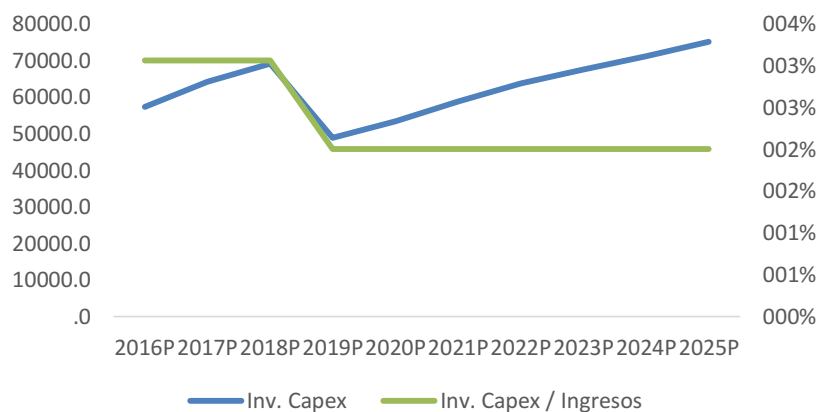


Nota: P = (proyección)
Fuente: elaboración propia

Inversión en propiedad, planta y equipo.

Para determinar la inversión en propiedad planta y equipo se hizo un análisis de los principales competidores de la industria que hoy tienen un plan estratégico similar al de Colombina. Se asume una inversión sobre los ingresos entre el 2% y el 3% basado en benchmark de Grupo Nutresa, el cual es el referente más comparable en el mercado multilatino en el que Colombina participa entre 2011 y 2013, periodos relativamente estables para la compañía en inversión y excluyendo años 2014 y 2015 donde Nutresa hace adquisiciones importantes en Latinoamérica, que distorsionan los resultados. Se asume unos tres primeros años (2016P-2019P) con 1% más de inversión en capex, teniendo en cuenta que serán años de adaptación a nuevas tendencias de mercado, a las cuales ya se ha venido ajustando. No se tiene en cuenta inversión en nuevas plantas.

Tabla 15 Inversión en propiedad planta y equipo (millones de \$)



Nota: P = (proyección)
Fuente: elaboración propia

Bibliografía

- Agencia Nacional de Regulación, Control y Vigilancia Sanitaria. (17 de julio de 2014). *Reglamento Sanitario de Etiquetado de Alimentos Procesados Para el Consumo Humano*. Obtenido de Agencia Nacional de Regulación, Control y Vigilancia Sanitaria: <http://www.controlsanitario.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2014/08/REGLAMENTO-SANITARIO-DE-ETIQUETADO-DE-ALIMENTOS-PROCESADOS-PARA-EL-CONSUMO-HUMANO-junio-2014.pdf>
- Bloomberg. (26 de mayo de 2016). *Bloomberg*. Obtenido de Quote: <http://www.bloomberg.com/quote/>
- Bolsa de Valores de Colombia. (2 de julio de 2017). *Mercados Acción Colombina*. Obtenido de Bolsa de Valores de Colombia: <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/enlinea/acciones#>
- Colombina. (27 de enero de 2014). *Accionistas*. Obtenido de Colombina: <http://www.colombina.com/corporativo/inversionistas.php?id=4635>
- Colombina. (28 de noviembre de 2014). *Historia Nuestra Historia*. Obtenido de Colombina: <http://www.colombina.com/corporativo/historia.php>
- Colombina. (15 de mayo de 2016). *Corporativa Presentación Corporativa*. Obtenido de Colombina: <http://www.colombina.com/corporativo/files/3.pdf>
- Colombina. (3 de marzo de 2016). *Corporativa Resultados Financieros Consolidados a diciembre 2015*. Obtenido de Colombina: <http://www.colombina.com/corporativo/inversionistas.php?id=102>
- Comestibles Aldor. (29 de junio de 2016). *nosotros*. Obtenido de aldor online: <http://www.aldoronline.com/portal/es/nosotros-es/resena-historica>
- Damodaran. (28 de junio de 2016). *Damodaran Online*. Obtenido de <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Dinero. (29 de septiembre de 2015). *Composición Economía Colombiana*. Recuperado el 24 de mayo de 2016, de Dinero: <http://www.dinero.com/economia/articulo/composicion-economia-colombiana-2015/214054>
- Dinero. (22 de marzo de 2016). *resultados de colombiana al cierre de 2015*. Obtenido de Dinero: <http://www.dinero.com/empresas/articulo/resultados-de-colombiana-al-cierre-de-2015/221656>
- Euromonitor. (22 de junio de 2016). *Packaged Food: Euromonitor from trade sources/national statistics*.
- Euromonitor. (21 de junio de 2016). *Sugar Confectionery*. Obtenido de Euromonitor International: <http://www.euromonitor.com/sugar-confectionery-in-the-us/report>
- Focus Economics. (2015). *Latin Focus Consensus Forecast 2016*. Barcelona: Focus Economics.
- Grupo Nutresa. (28 de junio de 2016). *Informe Integrado 2015*. Obtenido de Grupo Nutresa: <http://informe2015.gruponutresa.com/>
- Mondelez. (28 de marzo de 2016). *Mondelez Corporate*. Obtenido de Mondelez International: http://www.mondelezinternational.com/~-/media/MondelezCorporate/Uploads/downloads/mondelez_intl_fact_sheet.pdf
- Nestle. (28 de febrero de 2016). *Investors Annual report*. Obtenido de Nestle: <http://www.nestle.com/investors/annual-report>

- Nielsen. (mayo 2016). *Nielsen- Tendencias Alimentos*. Medellín: Nielsen.
- Portafolio. (25 de septiembre de 2015). *Colombina compra a la ibérica Fiesta*.
Obtenido de Portafolio: <http://www.portafolio.co/negocios/empresas/colombina-compra-iberica-fiesta-28504>
- The World Bank. (27 de Junio de 2016). *Global Economic Prospects*. Obtenido de The World Bank Group: <http://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects#data>
- U.S. Food and Drug Administration. (27 de junio de 2016). *Changes to the Nutrition Facts Label*. Recuperado el 3 de junio de 2016, de U.S. Food and Drug Administration:
<http://www.fda.gov/Food/GuidanceRegulation/GuidanceDocumentsRegulatoryInformation/LabelingNutrition/ucm385663.htm>
- Wired. (25 de mayo de 2016). *Sugar's Not Just Bad for You—It's Bad for Coca-Cola's Business*. Recuperado el 2 de Junio de 2016, de Wired:
<http://www.wired.com/2016/05/sugars-not-just-bad-bad-coca-colas-business/>

DISCLAIMER

Los Reportes Burkenroad de la Universidad EAFIT son análisis financieros de empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia. Los informes son elaborados por alumnos de posgrado de la Escuela de Administración, bajo la supervisión de profesores del Área de Finanzas, Economía, y Contabilidad de la Escuela.

El Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), el Instituto de Estudios Superiores de Administración de Venezuela (IESA), y la Universidad de los Andes de Colombia, el Instituto Colombiano de Estudios Superiores Incolta de Colombia (ICESI), la Escuela de Postgrado de Administración de Empresas de Ecuador (ESPAE), la Universidad Francisco Marroquín de Guatemala, junto con la Universidad de Tulane, 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 proporcionando 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 que listan en la Bolsa de Valores son distribuidos a inversionistas nacionales y extranjeros a través de su publicación en nuestra página web y en la red Burkenroad Latinoamérica. También son distribuidos sólo 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 son presentados a la comunidad académica y a la financiera interesada en un Encuentro Semestral.

Para más información sobre el Proyecto Burkenroad de la Universidad EAFIT (Colombia), por favor visite la página web:

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

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

Sandra C. Gaitán Riaño
sgaitanr@eafit.edu.co
Directora de Investigación
Reportes Burkenroad
Departamento de Finanzas
Universidad EAFIT
Medellín – Colombia – Suramérica
Tel (57) (4) 2619500 Ext. 9585

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES PROYECTADO. Millones de Pesos ('000.000 COP)

Informe de Resultados (Millones de Pesos)	2.014	2.015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Ingresos	1.436.059	1.610.654	1.870.274	2.093.092	2.257.914	2.443.263	2.668.119	2.934.786	3.186.103	3.373.024	3.556.985	3.757.585
Costo de ventas	(940.823)	(1.071.897)	(1.234.985)	(1.360.510)	(1.456.355)	(1.575.904)	(1.707.596)	(1.848.915)	(2.007.245)	(2.125.005)	(2.240.901)	(2.367.279)
Utilidad Bruta	495.236	538.757	635.288	732.582	801.560	867.358	960.523	1.085.871	1.178.858	1.248.019	1.316.085	1.390.307
<i>Margen Bruto %</i>	<i>34,5%</i>	<i>33,4%</i>	<i>34,0%</i>	<i>35,0%</i>	<i>35,5%</i>	<i>35,5%</i>	<i>36,0%</i>	<i>37,0%</i>	<i>37,0%</i>	<i>37,0%</i>	<i>37,0%</i>	<i>37,0%</i>
Gastos en general y administrativos	(56.802)	(59.737)	(71.671)	(76.024)	(77.495)	(78.970)	(80.901)	(88.987)	(96.607)	(102.275)	(107.853)	(113.935)
Gastos de ventas/mercadotecnia/publicidad	(350.443)	(391.302)	(455.390)	(508.621)	(539.641)	(574.167)	(616.336)	(675.001)	(732.804)	(775.795)	(818.107)	(864.245)
Gasto depreciación	(8.199)	(9.064)	(51.708)	(55.291)	(59.164)	(61.993)	(64.980)	(68.045)	(71.151)	(74.426)	(75.029)	(74.915)
Otro ingreso operacional	13.578	22.702	22.022	24.646	26.587	28.769	31.417	34.557	37.516	39.717	41.883	44.245
Utilidad Operacional	93.370	101.356	78.542	117.292	151.846	180.998	229.724	288.395	315.813	335.240	356.979	381.457
<i>Margen Operacional %</i>	<i>6,50%</i>	<i>6,29%</i>	<i>4,20%</i>	<i>5,60%</i>	<i>6,73%</i>	<i>7,41%</i>	<i>8,61%</i>	<i>9,83%</i>	<i>9,91%</i>	<i>9,94%</i>	<i>10,04%</i>	<i>10,15%</i>
Costos financieros totales	(45.021)	(53.734)	(54.963)	(58.112)	(60.447)	(62.199)	(64.917)	(71.598)	(81.110)	(90.018)	(98.309)	(106.919)
Ingreso financiero	3.321	2.545	3.640	4.074	4.395	4.755	5.193	5.712	6.201	6.565	6.923	7.314
Otro ingreso no operacional	(2.508)	1.507	1.750	1.958	2.113	2.286	2.496	2.746	2.981	3.156	3.328	3.516
Utilidad Antes de Impuestos	49.162	51.674	28.968	65.212	97.906	125.841	172.496	225.255	243.885	254.943	268.921	285.367
Gasto por impuesto renta corriente	(22.118)	(6.964)	(15.624)	(30.774)	(45.158)	(45.564)	(60.961)	(78.371)	(84.519)	(93.267)	(98.159)	(103.916)
Ingreso por impuesto de renta diferido	2.319	5.755	4.037	4.037	4.037	4.037	4.037	4.037	4.037	4.037	4.037	4.037
Total Impuesto de Renta	(19.799)	(1.209)	(11.587)	(26.737)	(41.121)	(41.527)	(56.924)	(74.334)	(80.482)	(89.230)	(94.122)	(99.879)
Utilidad Neta del Periodo	29.363	50.465	17.381	38.475	56.786	84.313	115.572	150.921	163.403	165.713	174.799	185.489

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA PROYECTADO. Millones de Pesos ('000.000 COP)

	2,014	2,015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
ACTIVO CORRIENTE												
Exceso de Caja			0.0	0.0	0.0	0.0	54,224.9	234,150.8	414,149.1	573,448.3	737,237.9	901,478.8
Efectivo y equivalentes al efectivo	19,771	25,375	27,607	30,896	33,329	36,065	39,384	43,320	47,030	49,789	52,505	55,466
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	184,335	192,304	231,686	258,033	276,997	298,269	324,119	352,174	382,332	404,763	426,838	450,910
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	54	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52
Inventarios	198,947	216,469	255,142	281,075	300,876	325,575	352,782	381,978	414,688	439,017	462,960	489,069
Activos por impuestos	42,464	61,655	61,655	61,655	61,655	61,655	61,655	61,655	61,655	61,655	61,655	61,655
Otros activos financieros	-	1,656	1,656	1,656	1,656	1,656	1,656	1,656	1,656	1,656	1,656	1,656
Otros activos corriente no clasificados												
SUBTOTAL ACTIVOS CORRIENTES	445,571	497,511	577,799	633,367	674,566	723,272	833,873	1,074,986	1,321,563	1,530,380	1,742,904	1,960,287
Activos mantenidos para la venta												
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	445,571	497,511	577,799	633,367	674,566	723,272	833,873	1,074,986	1,321,563	1,530,380	1,742,904	1,960,287
ACTIVO NO CORRIENTE												
Inversiones en asociadas	1,822	297	297	297	297	297	297	297	297	297	297	297
Propiedades, planta y equipo bruto	931,062	1,114,444	1,171,725	1,235,831	1,304,985	1,353,850	1,407,213	1,465,909	1,529,631	1,597,091	1,668,231	1,743,383
Depreciacion Acumulada	(317,551)	(381,236)	(432,944)	(488,234)	(547,399)	(609,391)	(674,371)	(742,416)	(813,567)	(887,993)	(963,022)	(1,037,937)
Propiedades de inversión	14,622	27,214	27,214	27,214	27,214	27,214	27,214	27,214	27,214	27,214	27,214	27,214
Crédito mercantil	9,953	9,953	9,953	9,953	9,953	9,953	9,953	9,953	9,953	9,953	9,953	9,953
Otros activos intangibles	11,115	12,308	12,308	12,308	12,308	12,308	12,308	12,308	12,308	12,308	12,308	12,308
Activos por impuestos diferidos	1,827	1,750	1,750	1,750	1,750	1,750	1,750	1,750	1,750	1,750	1,750	1,750
Otros activos financieros	38,322	38,196	38,196	38,196	38,196	38,196	38,196	38,196	38,196	38,196	38,196	38,196
Otros activos no corriente no clasificados												
TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES	691,172	822,926	828,500	837,315	847,305	834,177	822,560	813,210	805,782	798,816	794,927	795,164
TOTAL ACTIVOS	1,136,743	1,320,437	1,406,299	1,470,682	1,521,870	1,557,449	1,656,432	1,888,196	2,127,344	2,329,196	2,537,831	2,755,451

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA PROYECTADO. Millones de Pesos ('000.000 COP)

	2,014	2,015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
PASIVO CORRIENTE												
Obligaciones financieras	73,865	53,949	74,419	77,826	80,535	82,417	87,655	99,920	112,575	123,257	134,297	145,814
Obligaciones Financieras Requeridas a Corto Plazo			5,265	7,567	6,775	3,385	-	-	-	-	-	-
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	226,185	289,393	315,308	339,081	377,072	412,911	458,917	513,588	567,126	603,771	640,257	676,365
Cuentas por pagar a partes relacionadas	10,501	48,560	35,032	35,032	35,032	35,032	35,032	35,032	35,032	35,032	35,032	35,032
Pasivos por beneficios a empleados y otros	15,100	16,762	19,565	21,896	23,620	25,559	27,911	30,701	33,330	35,285	37,209	39,308
Pasivos por impuestos	25,812	20,568	20,568	20,568	20,568	20,568	20,568	20,568	20,568	20,568	20,568	20,568
Otros pasivos financieros	23,853	20,420	20,420	20,420	20,420	20,420	20,420	20,420	20,420	20,420	20,420	20,420
Otros pasivos corrientes no clasificados												
TOTAL PASIVOS CORRIENTES	375,316	449,652	490,576	522,389	564,021	600,292	650,503	720,228	789,051	838,333	887,784	937,506
PASIVO NO CORRIENTE												
Obligaciones financieras	437,713	535,227	555,769	581,213	601,443	615,504	654,622	746,215	840,726	920,498	1,002,950	1,088,954
Obligaciones Financieras Requeridas a Largo Plazo			52,236	75,074	67,212	33,582	-	-	-	-	-	-
Cuentas por pagar a partes relacionadas	2,353	-	1,532	1,532	1,532	1,532	1,532	1,532	1,532	1,532	1,532	1,532
Pasivos por beneficios a empleados y otros	9,597	9,678	11,868	13,282	14,328	15,504	16,931	18,624	20,218	21,405	22,572	23,845
Pasivo por impuestos diferidos	19,845	18,648	18,648	18,648	18,648	18,648	18,648	18,648	18,648	18,648	18,648	18,648
Otros pasivos financieros	3,740	2,720	2,720	2,720	2,720	2,720	2,720	2,720	2,720	2,720	2,720	2,720
Otros pasivos no corrientes no clasificados												
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES	473,248	566,273	642,774	692,470	705,884	687,491	694,453	787,739	883,845	964,803	1,048,423	1,135,699
TOTAL PASIVOS	848,564	1,015,925	1,133,350	1,214,860	1,269,904	1,287,783	1,344,956	1,507,967	1,672,896	1,803,136	1,936,206	2,073,205
PATRIMONIO												
Capital	18,705	18,705	18,705	18,705	18,705	18,705	18,705	18,705	18,705	18,705	18,705	18,705
Utilidad del periodo	27,831	48,719	16,627	36,806	54,322	80,655	110,558	144,373	156,314	158,523	167,215	177,441
Ganancias Acumuladas	203,952	160,267	160,796	123,491	102,118	93,485	105,392	140,331	202,609	272,011	338,883	409,278
Otras participaciones en el patrimonio	(798)	26,286	26,286	26,286	26,286	26,286	26,286	26,286	26,286	26,286	26,286	26,286
Patrimonio atribuible a propietarios de la controladora	249,690	253,977	222,413	205,288	201,431	219,132	260,941	329,695	403,914	475,526	551,089	631,710
Participaciones no controladoras	38,489	50,535	50,535	50,535	50,535	50,535	50,535	50,535	50,535	50,535	50,535	50,535
TOTAL PATRIMONIO	288,179	304,512	272,948	255,823	251,966	269,667	311,476	380,230	454,449	526,061	601,624	682,245
TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO	1,136,743	1,320,437	1,406,299	1,470,682	1,521,870	1,557,449	1,656,432	1,888,196	2,127,344	2,329,196	2,537,831	2,755,451

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

	2.015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Ingresos Operacionales	1.610.654	1.870.274	2.093.092	2.257.914	2.443.263	2.668.119	2.934.786	3.186.103	3.373.024	3.556.985	3.757.585
Costo de ventas	(1.071.897)	(1.234.985)	(1.360.510)	(1.456.355)	(1.575.904)	(1.707.596)	(1.848.915)	(2.007.245)	(2.125.005)	(2.240.901)	(2.367.279)
Utilidad Bruta	538.757	635.288	732.582	801.560	867.358	960.523	1.085.871	1.178.858	1.248.019	1.316.085	1.390.307
Gastos en general y administrativos	(59.737)	(71.671)	(76.024)	(77.495)	(78.970)	(80.901)	(88.987)	(96.607)	(102.275)	(107.853)	(113.935)
Gastos de ventas/mercadotecnia/publicidad	(391.302)	(455.390)	(508.621)	(539.641)	(574.167)	(616.336)	(675.001)	(732.804)	(775.795)	(818.107)	(864.245)
Gasto depreciación	(9.064)	(51.708)	(55.291)	(59.164)	(61.993)	(64.980)	(68.045)	(71.151)	(74.426)	(75.029)	(74.915)
Otro ingreso operacional	22.702	22.022	24.646	26.587	28.769	31.417	34.557	37.516	39.717	41.883	44.245
Utilidad Operacional	101.356	78.542	117.292	151.846	180.998	229.724	288.395	315.813	335.240	356.979	381.457
Impuesto de renta Operativo	(2.371)	(31.417)	(48.090)	(63.775)	(59.730)	(75.809)	(95.170)	(104.218)	(117.334)	(124.943)	(133.510)
UODI = NOPLAT	98.985	47.125	69.203	88.071	121.269	153.915	193.225	211.595	217.906	232.037	247.947
Depreciacion	63.685	51.708	55.291	59.164	61.993	64.980	68.045	71.151	74.426	75.029	74.915
Flujo de caja Operativo Bruto disponible para Inversiones Operativ:	162.670	98.833	124.493	147.235	183.262	218.895	261.270	282.745	292.332	307.066	322.862
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	(7.969)	(39.382)	(26.347)	(18.964)	(21.272)	(25.849)	(28.056)	(30.158)	(22.431)	(22.075)	(24.072)
Inventarios	(17.522)	(38.673)	(25.933)	(19.801)	(24.698)	(27.207)	(29.196)	(32.710)	(24.329)	(23.944)	(26.109)
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	63.208	25.915	23.773	37.991	35.840	46.005	54.671	53.539	36.645	36.486	36.108
Pasivos por beneficios a empleados y otros	1.662	2.803	2.331	1.724	1.939	2.352	2.790	2.629	1.955	1.924	2.098
Pasivos por beneficios a empleados y otros	81	2.190	1.414	1.046	1.176	1.427	1.692	1.595	1.186	1.167	1.273
Variacion Capital Trabajo Neto Operativo	39.460	(47.148)	(24.761)	1.995	(7.016)	(3.272)	1.901	(5.106)	(6.973)	(6.441)	(10.702)
Propiedades, planta y equipo bruto	(183.382)	(57.281)	(64.106)	(69.154)	(48.865)	(53.362)	(58.696)	(63.722)	(67.460)	(71.140)	(75.152)
Otros activos intangibles	(1.193)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Capital Empleado En Inv Op NC	(184.575)	(57.281)	(64.106)	(69.154)	(48.865)	(53.362)	(58.696)	(63.722)	(67.460)	(71.140)	(75.152)
Capital Empleado en Inversiones Operativas	(145.115)	(104.429)	(88.867)	(67.158)	(55.881)	(56.634)	(56.794)	(68.828)	(74.433)	(77.581)	(85.853)
Flujo de Caja Libre Operativo	17.555	(5.597)	35.626	80.077	127.381	162.260	204.476	213.918	217.899	229.485	237.009

	2.015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Ingreso financiero DI	2.485	2.184	2.404	2.549	3.186	3.479	3.827	4.155	4.267	4.500	4.754
Otro ingreso no operacional DI	1.472	1.050	1.155	1.225	1.532	1.673	1.840	1.997	2.051	2.163	2.285
Otros Ingresos netos D.I	(1.746)	(754)	(1.669)	(2.464)	(3.658)	(5.014)	(6.548)	(7.089)	(7.190)	(7.584)	(8.048)
Flujo de Caja No Operativo disponible para Inv No OP	2.211	2.480	1.890	1.310	1.060	138	(881)	(937)	(871)	(921)	(1.009)
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Activos por impuestos	(19.191)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros activos financieros	(1.656)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Inversiones en asociadas	1.525	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Propiedades de inversión	(12.592)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Activos por impuestos diferidos	77	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros activos financieros	126	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cuentas por pagar a partes relacionadas	38.059	(13.528)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos por impuestos	(5.244)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros pasivos financieros	(3.433)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros pasivos corrientes no clasificados	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cuentas por pagar a partes relacionadas	(2.353)	1.532	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivo por impuestos diferidos	(1.197)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros pasivos financieros	(1.020)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Capital Empleado en Inv NOP Totales	(6.897)	(11.996)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Flujo de Caja Libre NOP (FCL NOP)	(4.686)	(9.516)	1.890	1.310	1.060	138	(881)	(937)	(871)	(921)	(1.009)
Flujo Caja Libre de la Empresa (FCFF)	12.869	(15.113)	37.516	81.387	128.440	162.398	203.595	212.980	217.028	228.564	236.000
Costos financieros totales DI	(52.477)	(32.978)	(34.286)	(35.059)	(41.674)	(43.495)	(47.971)	(54.344)	(58.512)	(63.901)	(69.498)
Obligaciones financieras (Nota 19)	(19.916)	20.470	3.407	2.709	1.883	5.238	12.265	12.655	10.682	11.041	11.516
Obligaciones Fiancieras Requeridas a Corto Plazo	-	5.265	2.302	(792)	(3.390)	(3.385)	-	-	-	-	-
Obligaciones financieras (Nota 19)	97.514	20.542	25.444	20.229	14.061	39.118	91.593	94.511	79.772	82.452	86.003
Obligaciones Fiancieras Requeridas a LArgo Plazo	-	52.236	22.838	(7.862)	(33.630)	(33.582)	-	-	-	-	-
Flujo de Caja de la Deuda	25.121	65.536	19.705	(20.775)	(62.750)	(36.106)	55.887	52.823	31.942	29.592	28.022
Flujo de Caja disponible para los Accionistas	37.990	50.423	57.221	60.612	65.690	126.292	259.481	265.803	248.970	258.156	264.022
Otro resultado integral del año	27.084	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Impuesto a la Riqueza	(1.247)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Variación Participación no controladora	12.046	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dividendos Decretados	(83.302)	(48.190)	(53.932)	(58.179)	(62.954)	(68.748)	(75.619)	(82.095)	(86.911)	(91.651)	(96.820)
Otros Movimientos Patrimoniales	13.033	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Flujo de Caja de los Accionistas	(32.386)	(48.190)	(53.932)	(58.179)	(62.954)	(68.748)	(75.619)	(82.095)	(86.911)	(91.651)	(96.820)
Aumento o Disminución de caja	5.604	2.232	3.289	2.433	2.736	57.544	183.862	183.708	162.058	166.505	167.202

% Ingresos CAPEX		-	3,06%	3,06%	3,06%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
CAPEX	Part. 2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	
Edificaciones	20,0%	11.443	12.806	13.814	9.761	10.660	11.725	12.729	13.476	14.211	15.012	
Maquinaria, Enseres, Vehiculos, Computo	65,1%	37.273	41.713	44.998	31.796	34.723	38.193	41.464	43.896	46.290	48.901	
Equipo Arrendamiento Financiero	6,2%	3.535	3.956	4.268	3.016	3.293	3.622	3.932	4.163	4.390	4.638	
Propiedades Construccion Montaje	5,0%	2.846	3.186	3.436	2.428	2.652	2.917	3.167	3.352	3.535	3.735	
Terrenos	3,8%	2.184	2.445	2.637	1.864	2.035	2.238	2.430	2.573	2.713	2.866	

VALORACIÓN. Millones de Pesos ('000.000 COP)

	2.015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Flujo de Caja libre Operativo		(5.597)	35.626	80.077	127.381	162.260	204.476	213.918	217.899	229.485	237.009
Factor de Descuento		8,50%	7,79%	7,67%	8,42%	8,36%	8,33%	8,30%	8,09%	8,07%	8,05%
VP de FCLO x periodo		(5.158)	30.661	64.158	92.170	108.597	126.523	122.420	116.923	114.131	109.273
VP de FCLO		879.697									
Flujo de Caja Libre No Operativo	- 4.686 -	9.516	1.890	1.310	1.060	138 -	881 -	937 -	871 -	921 -	1.009
Factor de Descuento		8,50%	7,79%	7,67%	8,42%	8,36%	8,33%	8,30%	8,09%	8,07%	8,05%
VP de FCL NOP x periodo		(8.771)	1.626	1.050	767	92	(545)	(536)	(467)	(458)	(465)
VP de FCL NOP		(7.707)									

Valor de Continuidad		Fecha de valoración	30/09/2016
g	0,00%	Fecha primer FCL	31/12/2016
FCLO	109.273	Fecha 0	31/12/2015
Valor residual	1.357.418	VP FCLO + VP Valor Residual	1.505.536
VP Valor Residual	625.839	VP FCL NOP+ VP Valor Residual	(8.935)
Valor de Continuidad NOP		Obligaciones Financieras	(589.176)
g	0,00%	Caja y Bancos	29.346
FCLO NOP	(214)	Valor Patrimonial (1/01/2016)	936.771
Valor residual	(2.663)	Acciones	397.977.473
VP Valor Residual	(1.228)	Valor /Acción (1/01/2016)	2.353,83
		<u>Valoración a 1/10/2016</u>	
		Valor Patrimonial	1.002.671
		Acciones	397.977.473
		Valor /Acción	2.519,42
		Valor Patrimonial/EBITDA 2015	9,1x
		Valor Patrimonial/EBITDA 2016	7,7x