

TABLEMAC S.A.

BVC/Tablemac

Primera cobertura.

Fecha de Valoración: 20 de junio de 2014

Recomendación: Comprar, se proyecta un mayor precio de la acción en los próximos años**Precio de la Acción y Valor del IGBC**

- Precio actual de la acción: \$7,30
- Precio esperado: \$10,25
- Entorno macroeconómico: Crecimiento representativo del sector de la construcción en los próximos años.

Tabla de Valoración con los datos financieros más destacados

INDICADOR	UNIDAD	2014P	2017P	2019P
Ventas netas	Miles de pesos	222.718.251	294.325.514	294.325.514
Utilidad neta	Miles de pesos	22.689.226	44.405.170	44.910.133
EBITDA	Miles de pesos	43.431.962	70.358.327	71.209.734
Margen EBITDA	%	20%	24%	24%
ROE	%	11%	26%	27%
ROA	%	8%	20%	21%
ROI	%	9%	25%	27%
RENOAI/Ventas	%	35%	39%	39%
EV/EBITDA	años		8,00	
Rotación cartera	días	60	50	50
Rotación inventarios	días	83	65	65

Capitalización del Mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización Bursátil:	247.210.308.727
Acciones en Circulación:	33.864.425.853
Bursatilidad:	Baja
Participación índice:	Tablemac no hace parte del COLCAP ¹
Cotiza en:	BVC
Beta:	1,12
Rango último año:	\$6,61 - \$8,60

Apreciación global de la Compañía

Localización:	Caldas y Antioquia (Colombia).
Industria:	Sector maderero.
Descripción:	Producción y comercialización de tableros de madera aglomerada PB y fibra de densidad media MDF.
Productos y servicios:	Tableros, formaleta, muebles listos para armar y pisos laminados.
Sitio web de la Compañía:	www.tablemac.com

Analistas:
 Angélica Jaeneth Grimaldo C.
 Jacqueline Madero Gutiérrez.

Directora de la Investigación de Inversión:
 Sandra Constanza Gaitán Riaño

Asesor de Investigación:
 Oscar Eduardo Medina Arango.

¹ Informe preliminar de la canasta del COLCAP de abril de 2014 de Bancolombia.

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

Desempeño del precio de la acción de Tablemac 2010-2014



Fuente: Bolsa de valores de Colombia, junio 2014

En el año 2012 Tablemac presentó una utilidad negativa, lo cual se vio reflejado en la caída del precio de la acción, a partir del año 2013 se presenta una tendencia al alza, ya que inicia la recuperación de la fuerte inversión realizada entre los años 2012 y 2013, se presenta un buen comportamiento del sector de la construcción en el país, un crecimiento importante en las exportaciones debido a la buena acogida en el mercado Ecuatoriano del producto MDF y en el 2014 con la entrada de Duratex se espera una expansión considerable de la actividad actual de Tablemac.

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

La recomendación de compra se sustenta en el alto porcentaje de valoración estimado en el 40%, pasando \$7,30 a \$10,25 por acción; las recientes inversiones realizadas por la empresa y la proyección de crecimiento del sector de la construcción junto con su plan de innovación tecnológica posicionan a Tablemac como una empresa líder en el sector maderero en Colombia, lo que a su vez ha venido generando un incremento de sus ventas al exterior y la entrada a nuevos mercados; como consecuencia de lo anterior se proyecta un incremento en ventas del 18% para el año 2014 y una utilidad neta 436% mayor a la percibida en el año 2013.

TESIS DE INVERSIÓN

Con la entrada de Duratex como socio estratégico y mayoritario de Tablemac, con un 80,62% de las acciones de la compañía se espera una expansión de la actividad maderera, combinando la estructura física y comercial actual de Tablemac y el conocimiento tecnológico de Duratex, y de esta manera crecer en los mercados locales y abrir nuevos mercados en el exterior.

A inicios de este año, Tablemac decidió crear una Sociedad Simplificada por acciones para el desarrollo de actividades forestales, con el fin de tener control sobre los planes futuros de expansión, con esto se fortalecerá el desarrollo forestal de la región generando empleos agrícolas e industriales y se tiene una estrategia de transferencia de conocimiento y tecnología por parte de Duratex logrando unos resultados en el mediano y largo plazo lo que conlleva al cumplimiento de las políticas de crecimiento de la compañía.

La planta MDF fue el proyecto más importante al que le apostó Tablemac en el año 2012, y con él se logró conquistar el mercado Colombiano, el cual era abastecido 100% por producto importado, y entrar en nuevos mercados como el ecuatoriano, estos resultados positivos reflejan el potencial de crecimiento con el que cuenta la empresa ya que sus planes de expansión se han venido materializando.

Con la entrada de la prensa de laminación en el 2013, se logró aumentar la capacidad en 3 veces de tableros con recubrimiento melamínico, logrando una diferenciación del producto que ya cuenta con 31 diseños en 3 texturas, con lo cual se piensa seguir creciendo en la venta de tableros laminados con innovadores conceptos de diseño.

VALORACIÓN

La metodología utilizada para la valoración del modelo fue flujo de caja descontado; las limitaciones del modelo son básicamente no conocer la estrategia de inversión de Tablemac para los próximos años, sin embargo, teniendo en cuenta que recientemente la empresa invirtió recursos considerables en la planta MDF, y que Duratex compró el 80,62% de la participación, se asume que en los próximos años no habrá inversiones representativas.

Para la proyección de las ventas nacionales se tuvo en cuenta un factor de crecimiento hallado a partir de la productoria del crecimiento poblacional, del sector de la construcción y el índice de precios al productor, mientras que para las ventas al extranjero se tuvo en cuenta la TRM proyectada y el porcentaje de crecimiento de las exportaciones reportado en el informe del 4T de 2013 y el PIB proyectado de Ecuador y América Central, principales países a donde Tablemac exporta sus productos.

El WACC estimado para la empresa para los próximos años es de 11,53% en promedio, donde el porcentaje de deuda para el año 2013 es de 20%, pero bajaría considerablemente para años posteriores teniendo en cuenta el plan de amortización de la deuda que proyecta la empresa.

Para la valoración se manejó un escenario basado en variables conservadoras en cuanto a crecimiento del sector de la construcción, el cual afecta directamente y en gran proporción las ventas de la compañía, y también en cuanto a crecimiento del IPC, IPP, TRM, esto nos lleva a proyectar un precio de la acción de \$10,25 lo cual es muy positivo para la empresa y para sus accionistas.

Del análisis de sensibilidad realizado, se obtuvo como resultado que las variables que mayor impacto tienen en el valor de la operación son la disminución de las ventas en una proporción del -10% y el costo de la mercancía vendida con un incremento del +5%, afectando el valor de la operación en un -31,2% y -37,6% respectivamente.

Teniendo en cuenta los múltiplos de Tablemac, podemos concluir que es una empresa con un fuerte potencial de crecimiento, y se evidencia que la valoración realizada guarda coherencia con estos resultados:

Nombre	País	Cap. Mercado USD Millones	Márgen EBITDA %	ROE %	PVL	RPG	EV/EBITDA	Rent. Dividendo %	Val. Año Corrido %	Val. 12 Meses %	Val. 30 Días %
Fiplasto	Argentina	13	10,56	10,88	0,98	8,88	5,23	0,98	0,61	0,61	(14,87)
Eucatex	Brasil	217	23,43	8,05	0,44	5,72	2,74	3,73	(19,12)	(19,12)	(6,78)
Duratex	Brasil	2.085	36,63	12,4	1,5	12,93	5,56	3,54	(17,34)	(17,34)	(3,38)
Infodema	Chile	11	16,29	6,39	0,49	7,78	3,8	4,24	(4,76)	(4,76)	(4,76)
Masisa	Chile	382	15,08	2,54	0,26	9,81	4,57	2,78	(21,51)	(21,51)	(0,74)
Amer Woodmark	EEUU	508	6,7	12,47	2,79	25,89	8,79		(17,28)	(17,28)	(2,13)
PROMEDIO			18,11	8,79	1,08	11,83	5,11	3,05	(13,23)	(16,34)	(5,44)
Tablemac	Colombia	132	22,03		1,00		10,66	1,32	-	2,56	3,90

Fuente: Bloomberg, marzo 2014

Se puede observar que el margen EBITDA se encuentra por encima del promedio de otras empresas del sector en América, lo que confirma la tesis sobre la valoración de la acción.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Historia, localización e infraestructura.

Tablemac fue creada en el año 1988 iniciando operaciones en 1992, su primera planta de producción contó con una capacidad de 38 mil metros cúbicos de tableros al año, fue construida en la ciudad de Manizales. A mediados de los años 90's el sector de la construcción mostró un gran crecimiento, por lo cual Tablemac construye su segunda planta con una capacidad de 72 mil metros cúbicos de tableros al año en los Llanos de Cuiva (Antioquia). Tablemac realizó el montaje de su tercera planta de fabricación de partes y piezas, puertas y muebles RTA en Guarne (Antioquia).

La compañía cuenta con cuatro fábricas de producción:

- **Planta de Manizales- Caldas:** Línea de producción de tableros aglomerados (PB), capacidad 38.000 m³/año.
- **Planta Yarumal – Antioquia:** Línea de producción de tableros aglomerados, capacidad 72.000 m³/año
- **Planta Guarne – Antioquia:** Transformación de tableros en muebles listos para armar (RTA), partes y piezas para la fabricación de muebles y la producción de puertas.
- **Planta Barbosa – Antioquia:** Tableros de fibra de madera de densidad media (MDF), capacidad 132.000 m³/año. En agosto de 2013 entró en operación una nueva prensa para la laminación de tableros con recubrimiento melamínico.

Tablemac cuenta con un patrimonio forestal de 7.666 hectáreas de tierra propias, en donde tiene plantaciones de pino pátula, cipres, eucalipto y bosques protegidos y 619 hectáreas de terceros.

Análisis DOFA

OPORTUNIDADES	AMENAZAS
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Políticas del Gobierno Nacional en cuanto a macroproyectos de inversión en infraestructura. ▪ Aprobación de licencias de construcción durante los años 2011 y 2012. ▪ Buen comportamiento de la economía Colombiana, se espera un aumento en el consumo de bienes como muebles o gastos de mejoramiento del hogar. ▪ Entrada en operación de un nuevo sistema integrado de información que moderniza los sistemas de la compañía. ▪ Exitosa estrategia operacional y comercial y positivas perspectivas de demanda. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Presión del producto importado y caída de los precios promedio. ▪ Restricciones para construcción de vivienda de estratos altos en Bogotá. ▪ Sub ejecución en infraestructura por parte del Gobierno Colombiano. ▪ Alta competencia del sector.
FORTALEZAS	DEBILIDADES
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Puesta en marcha de la primera planta en el país de producción de tableros MDF (tableros de fibra de densidad media). ▪ Conocimiento tecnológico por parte de Duratex. ▪ Crecimiento del mercado de tableros en el País, disminución de las importaciones. ▪ Fortalecimiento financiero de la compañía con el ingreso de Duratex S.A. de Brasil como socio estratégico ▪ Innovación, lanzamiento de nuevas colecciones ▪ Oportunidad de vender más producto laminado ya que este tiene un mejor valor agregado. ▪ Aumento de volumen de producción. ▪ Reducción en costos de producción y logísticos por metro cúbico. ▪ Incentivos legales a las empresas del sector forestal. ▪ Potencial forestal de la compañía ▪ Certificación Forestal Voluntaria FSC, la compañía asegura un manejo forestal sostenible en sus procesos. ▪ Diferenciación mediante alta calidad y servicio al cliente. ▪ Altas inversiones en bosques y tecnología que soportan el crecimiento potencial de la compañía. ▪ Políticas de disminución en costos. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Alto costo de capital y alto uso de la capacidad instalada. ▪ Moderada generación de caja debido a financiación de expansión con recursos propios. ▪ Enfoque casi exclusivo en el mercado local.

Productos y servicios²:

Tablemac es una empresa líder del sector maderero con la producción de:

- Tableros de partículas aglomeradas
 - a. Tablero de partículas sin laminar RH
 - b. Tablero de partículas sin laminar

² www.tablemac.com, Productos, Catálogo vigente

- Tableros de fibra de densidad media
 - a. Tablero de fibra de densidad media sin laminar
 - b. Tablero de fibra de densidad media sin laminar ambientes secos
- Tableros laminados
 - c. Laminados melamínicos
 - d. Laminados Foil
 - e. Laminados de alta resistencia
 - f. Laminados especiales
 - g. Superfondos
- Formaleta
- Pisos laminados
- Muebles listos para armar

Estrategia y desarrollos recientes

A inicios de este año Tablemac celebró un acuerdo con la empresa Brasileña Duratex quien ahora tiene una participación del 80,62% de las acciones de la compañía, con el fin estratégico de incursionar en el mercado de aglomerados y madera en el que actualmente participa Tablemac.

Duratex es una empresa que tiene más de 60 años de experiencia en el sector maderero, por lo que cuenta con un conocimiento tecnológico y de mercado amplio con el cual planea incursionar en los mercados Colombianos y seguir expandiendo sus productos a nivel internacional.

En el año 2013 en innovación se lanzó la colección Eelectric con la que se lograron 31 diseños decorativos en diferentes texturas, esto gracias a la instalación de la nueva línea de recubrimiento melamínico.

Análisis de los Competidores

El sector maderero en Colombia es un sector con pocas empresas participantes, pero con una alta competencia, las empresas con mayor participación en el mercado son:

Pizano S.A., empresa con más de 70 años de trayectoria en la transformación, fabricación y comercialización de productos forestales³, es una de las principales empresas en América Latina y Región Andina con sede principal en Barranquilla y principal competidor de Tablemac.

Muebles Jamar, empresa líder en la comercialización de muebles para el hogar con más de 60 años de trayectoria en el País.

Madecentro Cotopaxi, empresa comercializadora de productos y servicios para el sector del mueble y la madera que cuenta con el respaldo de compañías extranjeras líderes en la fabricación de muebles de madera.

El año 2013 fue un año que presento una creciente importación de productos extranjeros y un aumento en la actividad forestal del País, lo que representa una fuerte amenaza para los participantes Colombianos del sector maderero.

Una amenaza fuerte para los productores Colombianos es la falta de instrumentos públicos en cuanto a la reforestación de tierras, ya que no se tienen claramente definidos los procedimientos procedimiento para obtener los certificados de incentivo forestal. Siendo así, sigue latente la amenaza de competidores extranjeros en el sector.

Desempeño de la administración

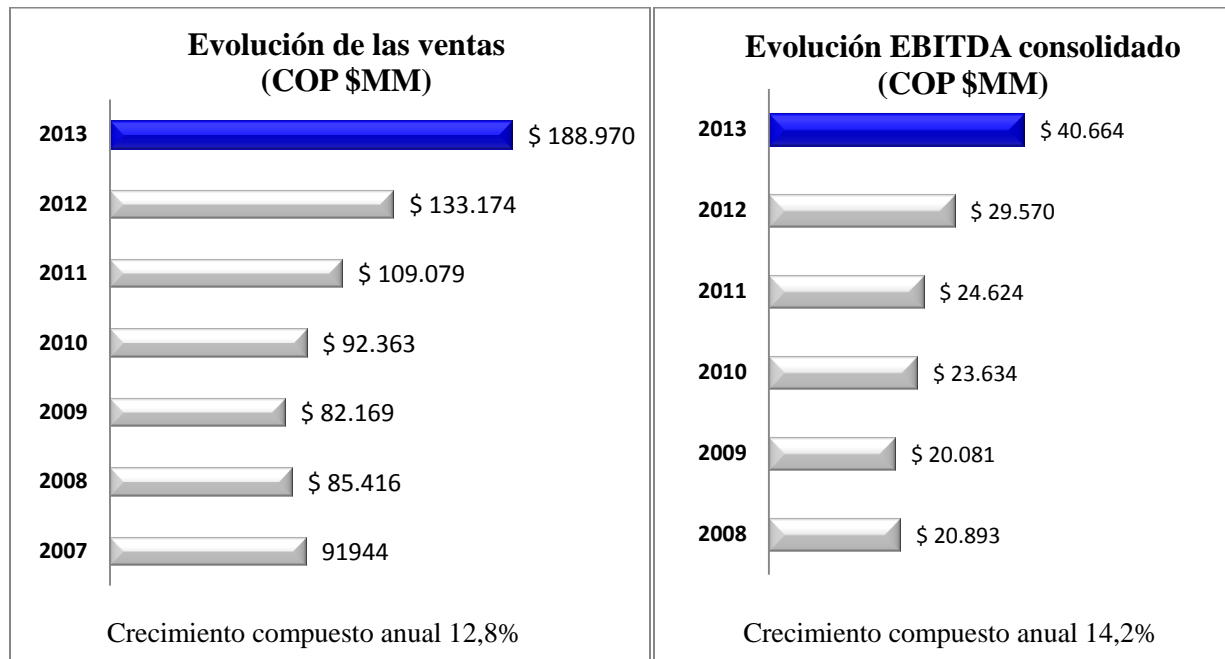
Con la entrada de Duratex con una participación del 80,62% de las acciones de la compañía, Tablemac se convierte en una filial del Grupo Duratex de Brasil, para lo cual cuenta con Juan Fernando Vásquez Duque como Gerente General quien venía ejerciendo este cargo desde el año 2009 y Jhon Jairo Correa Sánchez como Gerente Administrativo.

Desempeño Financiero histórico:

El comportamiento histórico de las ventas y el EBITDA de Tablemac muestran una tendencia creciente en los últimos 7 años, siendo el año 2013 el de mayor aporte al crecimiento debido al

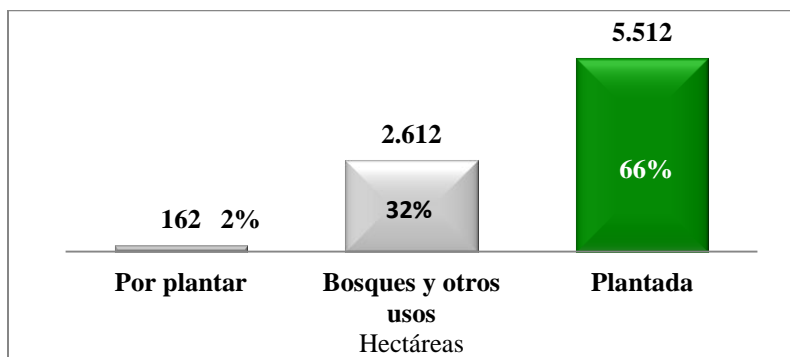
³ www.pizano.com.co, sobre Pizano.

buen retorno de las inversiones realizadas en el año 2012, lo que evidencia que se están logrando los resultados planteados en la estrategia.



Fuente: Informe anual Tablemac, 2013

En cuanto a plantaciones forestales Tablemac cuenta con 8.285 hectáreas, de las cuales el 66% ya se encuentran plantadas, el 32% se tienen destinadas para otros usos y queda pendiente por plantar el 2%.



Fuente: Informe anual Tablemac, 2013

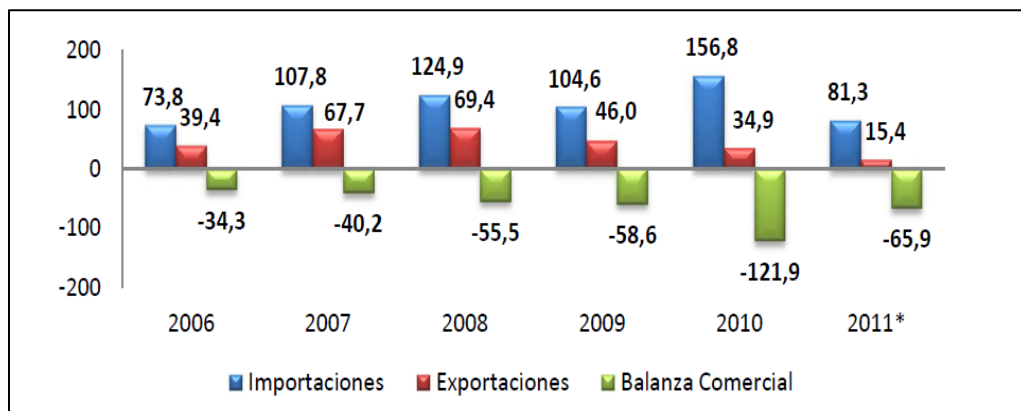
ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

Tamaño de la industria. Estructura, fuentes de creación de valor.

El sector maderero es un sector que ha tenido cambios drásticos en el comportamiento de las ventas al exterior en los últimos años, en el año 2008 las exportaciones fueron mayores a los 85 millones USD y comparado con el 2013 llegaron a 46,4 millones USD, un 50% por debajo, esto debido al cierre del mercado Venezolano, lo cual hizo indispensable el apoyo de Proexport con el

fin de recuperar los niveles de ventas abriendo nuevos mercados principalmente en Centro América.

Colombia es un país que cuenta con un alto potencial de desarrollo en el sector maderero, debido a que cuenta con 17 millones de hectáreas que están aptas para la reforestación, de las cuales a 2012 se estaba usando el 2% del potencial; se encuentra en una zona tropical, logrando ciclos biológicos más cortos y un clima propicio para lograr diferentes tipos de plantaciones; cuenta con beneficios tributarios como el certificado del incentivo forestal y la exención del impuesto de renta por aprovechamiento de plantaciones nuevas y se tiene oportunidad de satisfacer la demanda interna, ya que las importaciones han venido siendo mayores que las exportaciones, lo que genera un déficit interno.



*Los datos de 2011 disponibles hasta el primer semestre

Fuente: Sector Forestal en Colombia, Proexport Colombia, marzo de 2012

Los principales demandantes del sector maderero en Colombia son el sector de la construcción, seguido por la industria de pulpa de papel y cartón quienes demandan pasta química de madera usada como materia prima para la producción de papel y la industria de muebles de madera para la cual Colombia se encuentra posicionado como fuerte exportador mostrando un comportamiento superavitario en la balanza comercial⁴.

En cuanto a indicadores financieros, según “Global Timber investments, Wood cost, regulation, and risk” Colombia es un país atractivo para obtener tasas internas de retorno en el sector forestal en comparación con países vecinos:

⁴ Proexport Colombia. Sector forestal en Colombia

Región	TIR	Especies
Brasil	16,3 - 25,5%	P. taedea, P. eliottii, E. grandis
Chile	13,1 - 16,6%	P. radiata
Colombia	11,2 - 16,6%	E. spp, P. tecunumanii, P. patula, P. maximinoi
Uruguay	12,8 - 22,9%	E. globules, E. grandis, P. taedea
EEUU	6,5 - 8,5%	P. taedea, Ps. Menzeii

Fuente: Sector Forestal en Colombia, Proexport Colombia, marzo de 2012

Factores macroeconómicos que influyen sobre la industria.

El crecimiento de ventas de Tablemac, está delimitado más por factores macroeconómicos que microeconómicos de manera que el crecimiento del sector de la construcción es el factor que marca la pauta de crecimiento de las ventas.

**Tabla 2. Crecimiento del PIB trimestral - oferta
(var. % anual)**

	Part.%	2012	2013	2014 (Anterior)	2014	Dif py actual - ant.
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	6.3%	2.5%	5.2%	3.6%	3.9%	0.3%
Explotación de minas y canteras	7.7%	5.6%	4.9%	4.7%	4.7%	0.0%
Industrias manufactureras	11.3%	-1.1%	-1.2%	1.2%	1.2%	0.0%
Suministro de electricidad, gas y agua	3.6%	2.1%	4.9%	4.2%	4.5%	0.3%
Construcción (incluye IOC y Edificaciones)	7.3%	6.0%	9.8%	10.3%	10.3%	0.0%
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	11.9%	4.3%	4.3%	4.2%	4.6%	0.4%
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	7.2%	4.9%	3.1%	4.0%	4.0%	0.0%
Inmobiliarias y servicios a las empresas	19.7%	5.0%	4.6%	4.8%	4.8%	0.0%
Actividades de servicios sociales, comunales y personales	15.2%	5.0%	5.3%	4.7%	4.8%	0.1%
Impuestos	9.5%	5.1%	4.5%	4.2%	5.2%	1.0%
PIB total	100.0%	4.0%	4.3%	4.4%	4.4%	0.0%

Fuente: Grupo Bancolombia, DANE

Para Tablemac el mercado nacional continúa siendo de mayor importancia para la empresa, ya que representa cerca del 88% de la participación total de las ventas frente a un 12% del mercado extranjero.

De acuerdo al informe anual de resultados 2013 de la compañía, en cuanto al entorno del mercado, menciona que en 2013 la economía colombiana se caracterizó por comportamientos contradictorios, por una parte se alcanzó un nivel de inflación de 1.94%, niveles de desempleo durante gran parte del año de un solo dígito y un alto crecimiento en la construcción, por otra parte hubo una caída de la actividad industrial del país y mucha inconformidad social de sectores claves de la economía, que desembocaron en movilizaciones de protesta y paros que afectaron el buen funcionamiento del país.

El mercado de tableros de madera y muebles tuvo muy buena dinámica en el año 2013, especialmente dado por el crecimiento de la construcción y el mejoramiento de la capacidad de adquisición de las familias por la baja inflación y mayores oportunidades de empleo. El PIB de la construcción al tercer trimestre de 2013 mostraba un crecimiento de un 10.8%, mucho mayor al crecimiento del PIB del total de la economía que fue de un 3.9%.

Tablemac aprovechando la buena dinámica del año anterior creció un 48.2% en volumen, principalmente motivado por la conquista del mercado colombiano de MDF, que hasta el 2012 se abastecía totalmente de producto importado. La excelente calidad de tablero MDF ha permitido ir ganando la preferencia de los carpinteros que valoran las ventajas que les ofrece un mejor producto.

Se logró un crecimiento importante en las exportaciones, las cuales pasaron de ser el 9.8% de las ventas de la Empresa a un 14.2%, dicho crecimiento se dio básicamente por la acogida que ha tenido el tablero MDF en el mercado Ecuatoriano.

La TRM proyectada para los años 2013 a 2018 presenta un incremento sostenido, lo cual favorece las ventas al extranjero, las cuales de acuerdo al informe del primer trimestre de 2014 la compañía han tenido un incremento favorable.

Tipo de Industria

Actualmente existe el Pacto intersectorial por la madera legal en Colombia, vigente de agosto de 2011 a agosto de 2015, dicho Pacto no solo incorpora una significativa ampliación del número de firmantes y establece una muy conveniente y necesaria extensión de la vigencia del inicialmente suscrito en el año 2009, sino que además representa una clara orientación de política ambiental nacional al haber sido incluido en el Plan Nacional de Desarrollo 2010-2014 “Prosperidad para Todos”, aprobado mediante la Ley 1450 de 2011⁵.

⁵ Pacto intersectorial por la madera legal en Colombia.

La nueva fase que se inicia para el Pacto Intersectorial por la Madera Legal en Colombia también representa poderosos retos y desafíos, su objetivo general de asegurar que la madera extraída, transportada, transformada, comercializada y utilizada en el país provenga exclusivamente de fuentes legales, demanda mucho más que la sola voluntad de los interesados pues requiere de acciones tanto específicas como integrales a lo largo de toda la cadena productiva forestal.

Este Pacto voluntario contribuirá a la implementación de la política ambiental nacional, al desarrollo sostenible y al mejoramiento en la gobernanza forestal⁶.

Principales indicadores de performance de los participantes de la industria.

Según información publicada por Proexport, en Colombia el sector de la construcción ha tenido un buen dinamismo, esto debido a grandes proyectos de infraestructura y edificaciones residenciales y no residenciales.

Según artículo publicado en marzo de 2014 en Confidencial Colombia por Germán Enrique Nuñez, el sector de muebles y productos de exportación con valor agregado no ha podido recuperar los 40 millones de dólares que significó el cierre del mercado venezolano y la contracción estadounidense de 2009.

La encuesta anual manufacturera de 2012 realizada por el DANE señala que la producción de la cadena forestal-madera-muebles en Colombia fue superior a los tres billones de pesos, lo que implica una contribución total a la industria manufacturera del 1,49 por ciento; adicional, el último estudio de consumo suministrado por el ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural muestra que el país consume para usos industriales 4.000 metros cúbicos anuales de maderas. Según el estudio, el 84,1% de ese volumen procede de bosques naturales, el 12,4% de plantaciones forestales y el restante 3,5% de maderas importadas.

⁶ Pacto intersectorial por la madera legal en Colombia.

El artículo también señala que el sector maderero genera cerca de 90.000 empleos directos y unos 280.000 indirectos al ser la fabricación de muebles el quinto sector más dinámico entre 66, ratificando un aporte del 5,2 por ciento del total de las empresas manufactureras registradas en el país. El gremio precisa que los fabricantes de muebles ocupan también el séptimo lugar con mayor personal ocupado, un 3,5% de participación total en la industria.

Fedemaderas (2013) indica que los principales mercados para los muebles de madera fueron Panamá Estados Unidos, Perú, México y Chile.

Determinantes del precio

Las empresas en general determinan sus precios a través de factores como los costos de fabricación, costo de materia prima y volúmenes de ventas previstas, por una parte, Tablemac realiza altas inversiones en bosques y tecnología que soportan el crecimiento potencial de la compañía, por otra parte garantiza el aumento de volumen y la reducción en costos de producción y logísticos por metro cúbico.

Con la obtención de la Certificación Forestal Voluntaria Tablemac, demuestra que la compañía garantiza mediante sus procesos un manejo forestal sostenible, amigable con el ambiente y viable económicamente.

RIESGOS DE INVERSIÓN

Con el objetivo de maximizar el valor para los accionistas, Tablemac asume una serie de riesgos que deben ser identificados, cuantificados y tratados para asegurar la permanencia de la empresa en el largo plazo. Es por ello que a través de la Política de gestión de riesgo, la organización establece los lineamientos generales por medio de los cuales se gestiona el riesgo.

La política rige a los grupos de interés de Tablemac, en materia de gestión de los riesgos inherentes al negocio, con el fin de aumentar la confianza en el logro de los objetivos y la sostenibilidad del negocio.

Tablemac cuenta con el sistema de administración de riesgos SAR que le permite gestionar los riesgos a los que se ve expuesta la organización, este sistema está compuesto por políticas, procedimientos, plataforma tecnológica, documentación, registros de eventos de riesgo, divulgación de información y capacitación; enfocan la administración de riesgos en 4 categorías, dentro de las cuales se enmarcan los diferentes factores de incertidumbre que inciden en la compañía: riesgo operativo, riesgo de crédito, riesgo de mercado y riesgo ambiental.

El comité de auditoría integrado por miembros de la junta directiva y revisoría fiscal en conjunto con la gerencia general y financiera establecen la estrategia general de gestión del riesgo y aprueban la metodología de medición de los mismos.

El área de riesgos se encarga de implementar los lineamientos de estos estamentos a partir de los cuales desarrolla en conjunto con los dueños de procesos la valoración de los riesgos.

Una vez identificados, valorados y priorizados los riesgos de cada proceso, se diseña en conjunto con los responsables las medidas de tratamiento con las cuales se busca mitigar el impacto u ocurrencia de los mismos.

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

Actualmente, el Grupo Duratex es el mayor accionista de Tablemac con una participación del 80,62%; a 31 de marzo de 2014, los principales accionistas son los siguientes:

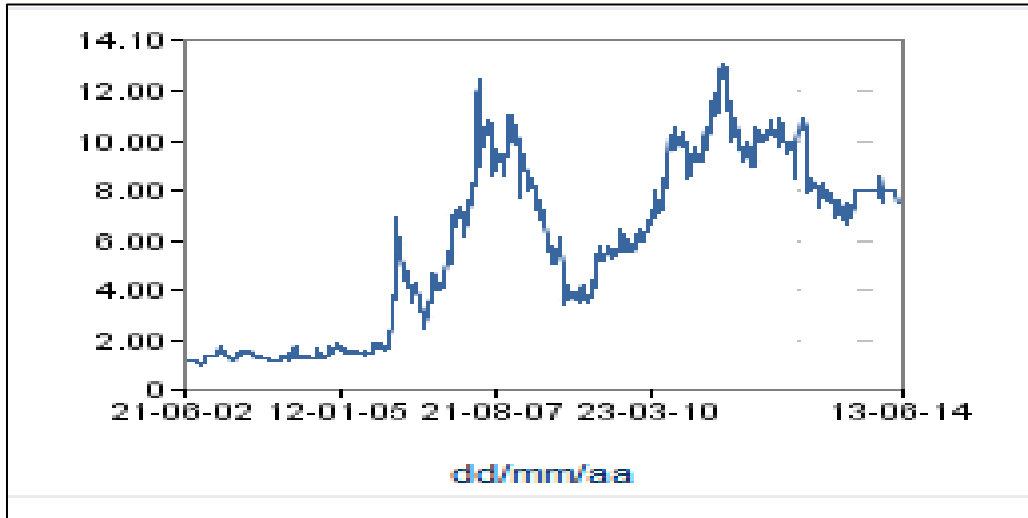
Accionista	No. Acciones (Millones)	%
DURATEX EUROPE NV	23.915	70,62%
DURATEX BELGIUM NV	3.386	10,00%
MEDITERRANEO FONDO DE INVERSIÓN PRIVADO	1.349	3,98%
OTROS	5.214	15,40%
TOTAL	33.864	100%

Fuente: www.tablemac.com, Relación con inversionistas, Accionistas.

Liquidez accionaria

Actualmente Tablemac tiene un total de 33.864 acciones en circulación; de acuerdo al Boletín

Informativo No. 141 del 14 de julio de 2014 de la BVC, la acción de Tablemac S.A es una acción no líquida; el comportamiento de la acción desde el 21 de junio de 2002 hasta el 16 de junio de 2014 es el siguiente:



Fuente: Grupo AVAL, junio 2014

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

Supuestos de Operación

- Ventas estimadas

El porcentaje de crecimiento proyectado de las ventas para el cierre del año 2014 es de 18%, es decir, 222.718 millones de pesos frente a 188.970 de 2013.

El crecimiento de dichas ventas fue proyectado teniendo en cuenta 3 factores muy importantes que son el crecimiento poblacional, el crecimiento del sector de la construcción y el índice de precios al consumidor.

- Costo de la mercancía vendida

Dado que el costo de la mercancía vendida está directamente relacionado con el volumen de las ventas, fue incrementado con los mismos factores que se tuvieron en cuenta para la proyección de las ventas; para el 2014 se proyecta un costo de la mercancía vendida de 144.043 millones de pesos, mientras que el año inmediatamente anterior estos costos estuvieron del orden de 129.591 millones de pesos.

- Gastos de administración y de comercialización

Los gastos de administración y ventas no crecen necesariamente en la misma proporción que las ventas, mantienen un crecimiento similar al del año anterior, por esta razón fueron incrementados con el índice de precios al productor, dado que principalmente se consideran gastos de nómina la cual no se estima que vaya a ser ampliada, otros gastos de servicios generales que se espera se mantengan muy similares a los del año 2013 que fueron de 38.698 millones frente a 39.748 millones proyectados para el cierre de 2014.

Supuestos de Inversión

- CAPEX y Activos fijos

Actualmente Tablemac cuenta con 4 plantas de producción en Colombia, Planta Barbosa, Planta Guarne, Planta Manizales y Planta Yarumal. Para la valoración se estima que Tablemac no hará inversiones representativas en los próximos años, dado que en el año 2010 invirtió en una planta para producción de resinas, en 2012 realizó otra inversión en la Planta de tableros de densidad media y subsidiaria de Tablemac S.A. llamada MDF y recientemente el año 2013 la principal inversión realizada fue en la instalación de una nueva línea de laminación con recubrimiento melamínico.

En el tema ambiental se realizaron algunas inversiones, especialmente en temas de mejoramiento de emisiones de aire y control de polvo y de ruido, mejoramiento de las plantas de tratamiento de aguas y manejo de residuos.

En cuanto a las plantaciones forestales, la compañía sembró 349 hectáreas durante el año 2013 y adquirió vuelos forestales por 433 hectáreas; se cerró el año con 5.512 hectáreas plantadas en 8.285 hectáreas de tierra de las cuales 7.666 son propias.

Capital de Trabajo

- Supuestos

El capital de trabajo del año 2013 fue del 24,7% sobre las ventas, para el año 2014 se estima en 26,7%, la razón del incremento de estos 2 puntos corresponde a un incremento del 16% de los activos corrientes, principalmente de deudores comerciales e inventarios.

Capital de trabajo operacional. Miles de pesos

	2009	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P
ACTIVOS CORRIENTES							
Efectivo	\$11.094.671	\$2.028.428	\$572.128	\$22.402.629	\$2.915.796	\$3.023.966	\$3.123.912
Deudores Comerciales	\$13.447.568	\$31.558.624	\$18.146.320	\$24.255.252	\$31.616.780	\$37.119.708	\$37.589.704
Inventarios	\$18.068.410	\$20.268.504	\$26.430.760	\$34.016.902	\$43.554.208	\$51.348.930	\$51.258.687
Gastos pagados por anticipado	\$281.145	\$282.098	\$213.553	\$369.730	\$510.756	\$514.075	\$516.964
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	\$42.891.794	\$54.137.654	\$45.362.761	\$81.044.513	\$78.597.540	\$91.492.604	\$91.972.302
						16%	
PASIVOS OPERACIONALES							
Proveedores	\$2.241.868	\$8.247.486	\$8.194.305	\$7.354.140	\$11.898.726	\$13.634.641	\$15.070.063
Cuentas y Gastos por Pagar	\$3.864.416	\$6.364.084	\$8.263.067	\$8.244.029	\$9.083.475	\$10.408.671	\$11.504.470
Cesantías Consolidadas	\$606.933	\$739.550	\$879.922	\$1.183.517	\$1.386.805	\$1.430.919	\$1.479.590
Anticipos	\$116.309	\$128.078	\$168.944	\$0	\$0	\$0	\$0
Otros pasivos	\$0	\$0	\$0	\$1.553.185	\$2.837.790	\$3.022.506	\$3.239.664
Otros Pasivos a Largo Plazo	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
TOTAL PASIVOS OPERACIONALES	\$6.829.526	\$15.479.198	\$17.506.238	\$18.334.871	\$25.206.796	\$28.496.737	\$31.293.787
SIN IMPUESTOS							
CAPITAL DE TRABAJO OPERACIONAL SIN IMPUESTOS	\$36.062.268	\$38.658.456	\$27.856.523	\$62.709.642	\$53.390.744	\$62.995.867	\$60.678.515
Porcentaje Sobre Ventas	43,89%	41,85%	25,54%	47,09%	28,25%	28,29%	24,66%
Impuesto Sobre la Renta	\$1.198.581	\$1.375.272	\$6.990.518	\$5.485.392	\$7.499.105	\$3.517.639	\$5.102.414
CAPITAL DE TRABAJO OPERACIONAL	\$34.863.687	\$37.283.184	\$20.866.005	\$57.224.250	\$45.891.639	\$59.478.228	\$55.576.101
Porcentaje Sobre Ventas	42,43%	40,37%	19,13%	42,97%	24,29%	26,71%	22,59%

Hipótesis financieras

- Estructura financiera. D/E ratio

La estructura financiera para el año 2013 es de 0,25, para los siguientes años, de acuerdo a las proyecciones de deuda de la empresa y del patrimonio se comportará de la siguiente manera:

Estructura financiera

2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
0,25	0,19	0,14	0,13	0,05	0,03

La relación D/E presenta una disminución considerable teniendo en cuenta el plan de amortización de la deuda de la empresa, y teniendo en cuenta que dadas las inversiones de los últimos años, no se espera hacer inversiones representativas en un horizonte de 5 años.

Estructura de Capital							
% Pasivos	20,18%	16,10%	12,42%	11,85%	4,45%	2,54%	0,00%
% Patrimonio	79,82%	83,90%	87,58%	88,15%	95,55%	97,46%	100,00%
Costo de la Deuda	5,69%	5,69%	5,69%	5,69%	5,69%	5,69%	5,69%
Costos del Equity Ke	12,62%	12,42%	12,26%	12,25%	11,96%	11,89%	11,81%
WACC	11,22%	11,34%	11,45%	11,47%	11,68%	11,74%	11,81%

Impuestos

En el modelo financiero fueron proyectados el impuesto sobre la renta y el CREE de acuerdo a la Reforma Tributaria de 2012.

Impuestos. Miles de pesos

	2009	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P
Utilidad Operacional del ER	\$8.462.932	\$10.135.788	\$10.863.860	\$8.222.416	\$18.623.838	\$36.816.122	\$48.282.042
+ Otros Ingresos Operacionales							
- Otros Egresos Operacionales							
RENOAI	\$8.462.932	\$10.135.788	\$10.863.860	\$8.222.416	\$18.623.838	\$36.816.122	\$48.282.042
- Neto Financieros	(\$513.928)	(\$683.575)	(\$3.175.064)	(\$8.014.591)	(\$7.795.018)	(\$1.854.635)	(\$1.123.180)
Utilidad en Venta de Inversiones	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
BASE GRAVABLE	\$7.949.004	\$9.452.213	\$7.688.796	\$207.825	\$10.828.820	\$34.961.487	\$47.158.862
RECONCILIACIÓN IMPUESTOS							
Impuestos por Pagar:							
Saldo Inicial	\$1	\$1.198.581	\$1.375.272	\$6.990.518	\$5.485.392	\$7.499.105	\$3.517.639
Saldo Final	\$1.198.581	\$1.375.272	\$6.990.518	\$5.485.392	\$7.499.105	\$3.517.639	\$5.102.414
Variación	\$1.198.580	\$176.691	\$5.615.246	(\$1.505.126)	\$2.013.713	(\$3.981.466)	\$1.584.774
Provisión de Impuestos:							
Corriente	(\$1.861.488)	(\$2.338.032)	(\$2.494.091)	(\$3.333.252)	(\$6.595.161)	(\$12.272.261)	(\$16.374.362)
Diferida	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Total Impuestos	(\$1.861.488)	(\$2.338.032)	(\$2.494.091)	(\$3.333.252)	(\$6.595.161)	(\$12.272.261)	(\$16.374.362)
EGRESO POR IMPUESTOS	(\$662.908)	(\$2.161.341)	\$3.121.155	(\$4.838.378)	(\$4.581.448)	(\$16.253.727)	(\$14.789.588)
Tasa Nominal	-33,00%	-33,00%	-33,00%	-33,00%	-34,00%	-34,00%	-34,00%
TASA EFECTIVA DE TRIBUTACIÓN							
Causación	23,42%	24,74%	32,44%	1603,87%	60,90%	35,10%	34,72%
Caja	-8,34%	-22,87%	40,59%	-2328,10%	-42,31%	-46,49%	-31,36%
COMPOSICIÓN DEL IMPUESTO							
Impuesto Operacional	(\$705.767)	(\$2.317.647)	\$4.410.026	(\$191.426.232)	(\$7.879.358)	(\$17.115.953)	(\$15.141.831)
Impuesto Egresos Financieros	\$42.859	\$156.306	(\$1.288.871)	\$186.587.854	\$3.297.910	\$862.227	\$352.243
Total Impuestos	(\$662.908)	(\$2.161.341)	\$3.121.155	(\$4.838.378)	(\$4.581.448)	(\$16.253.727)	(\$14.789.588)

Anexos

La cifra de crecimiento poblacional fue tomada del DANE, el día 14 de abril de 2014, para el total nacional, los datos son los siguientes:

Año	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Total	46.581.823	47.121.089	47.661.787	48.203.405	48.747.708	49.291.609	49.834.240	50.374.478	50.911.747
Hombres	22.997.087	23.264.039	23.531.670	23.799.679	24.069.035	24.337.747	24.605.796	24.873.329	25.138.964
Mujeres	23.584.736	23.857.050	24.130.117	24.403.726	24.678.673	24.953.862	25.228.444	25.501.149	25.772.783
Crecimiento %	1,16%	1,15%	1,14%	1,13%	1,13%	1,12%	1,10%	1,08%	1,07%

Fuente: Proyecciones de población y demografía, DANE, abril de 2014

CRITERIOS DE PROYECCIÓN DEL FLUJO

La proyección del flujo fue estimada a 5 años contados a partir de 2014 teniendo en cuenta que tanto el sector de la construcción como la inflación en los próximos 5 años tendrán una tendencia constante, esto de acuerdo a las proyecciones económicas del Grupo Bancolombia de octubre de 2013 y a la tabla de macroeconómicos proyectados en marzo de 2014 que se encuentran publicados en la página de Bancolombia.

Se proyectó un escenario conservador de mediano plazo, proyectar a largo plazo puede ser incierto para la empresa, dado que las condiciones económicas y del mercado podrían cambiar drásticamente.

VARIABLES UTILIZADAS EN EL CÁLCULO DEL WACC

- **Acciones en circulación:** Son las acciones que a 31 de diciembre de 2013 se encontraban en circulación. Fuente Estado de cambios en el patrimonio, del informe anual Tablemac 2014.
- **Precio de la acción:** Es el precio de la acción del día 07 de abril de 2014. Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (BVC).
- **Tasa libre de riesgo:** Se considera como una inversión segura la adquisición de bonos emitidos por el tesoro del Estado de Estados Unidos, tomado de Damodarán 2014.
- **Rendimiento del mercado:** Rendimiento de los bonos del tesoro de Estados Unidos T-Bond a 10 años; tomado de Damodarán 2014.

- **Beta unlevered:** Es el beta desapalancado fue tomado de la página de Damodarán para enero de 2014; el soporte se encuentra en el modelo de excel.
- **Impuesto de renta:** La reforma tributaria de 2012 baja el impuesto de renta para las sociedades, la tarifa pasa de un 33% a un 25 %.
- **Impuesto de la equidad:** La reforma tributaria de 2012 generó el CREE (impuesto sobre la renta para la equidad) que comenzó a regir a partir del primero de enero de 2013; la tarifa del CREE será del 9 % para los años 2013, 2014 y 2015, sin embargo a partir del año 2015 la tarifa será del 8 %.
- **Relación D/P:** Corresponde a la relación entre la deuda de la empresa y el patrimonio; es utilizado para calcular el beta apalancado.
- **Beta apalancado:** A partir del beta desapalancado se calcula el apalancado para el modelo, el cual está estimado en 1,22.

FUENTES DE INFORMACIÓN CONFIABLES

- Confidencial Colombia. <http://confidencialcolombia.com/es/1/304/11406/Madera-un-sector-contras-las-tablas-madera-sector-muebles-productos-exportaci%C3%B3n-cierre-mercado-venezolano-dumping-Fedemadera-Alejandra-Ospitia.htm>
- Federación nacional de industriales de la madera. <http://fedemaderas.org.co/>
- Informes financieros Tablemac. www.tablemac.com
- Pacto intersectorial por la madera legal en Colombia. http://ambientebogota.gov.co/c/document_library/get_file?uuid=6537ec5a-7725-4154-b655-b450f0c0200d&groupId=10157
- Página web de Tablemac (2014). Política de gestión de riesgos. http://www.tablemac.com/images/stories/1-tablemac/descargas/Pol%C3%ADtica_Gesti%C3%B3n_del_Riesgo.pdf
- Proexport Colombia (marzo 2012). Sector forestal en Colombia. www.proexport.com.co
- Proexport Colombia. Perfil sectorial-sector forestal. www.proexport.com.co
- Secretaria distrital de ambiente. <http://ambientebogota.gov.co/de/flora>

BALANCE HISTÓRICO. Miles de Pesos (Separador de miles con punto y decimales con coma, moneda \$)

	2009	2010	2011	2012	2013
ACTIVOS					
Activo Corriente					
Efectivo	11.094.671	2.028.428	572.128	22.402.629	2.915.796
Deudores Comerciales	13.447.568	31.558.624	18.146.320	24.255.252	31.616.780
Inventarios	18.068.410	20.268.504	26.430.760	34.016.902	43.554.208
Gastos pagados por anticipado	281.145	282.098	213.553	369.730	510.756
Total Activos Corrientes	42.891.794	54.137.654	45.362.761	81.044.513	78.597.540
Activo No Corriente					
Propiedad Planta y Eq.	196.221.040	203.980.479	209.497.565	348.931.697	360.743.796
Deudores	110.137	23.236.000	3.087.128	0	0
Inversiones permanente, neto	10.183	2.970.183	52.480.323	10.182	10.182
Cultivos en desarrollo	6.156.610	6.304.439	8.143.952	12.431.744	17.500.532
Intangibles, neto	31.888	31.888	31.888	0	0
Cargos diferido, neto	1.654.935	1.280.377	1.278.402	14.375.261	12.712.649
Otros activos, neto	2.073.268	8.357.456	7.481.747	1.808.016	1.805.099
Valorizaciones de activos					
Depreciación Acumulada	-126.321.365	-137.454.429	-149.532.368	-164.592.254	-180.230.313
Total Activo No Corriente	79.936.696	108.706.393	132.468.637	212.964.646	212.541.945
TOTAL ACTIVOS	122.828.490	162.844.047	177.831.398	294.009.159	291.139.485
PASIVOS					
Pasivo Corriente					
Obligaciones Moneda Nacional	122.138	28.796.818	4.197.411	7.145.302	12.505.373
Obligaciones Moneda Extranjera	0	0	0	0	92.197
Proveedores	2.241.868	8.247.486	8.194.305	7.354.140	11.898.726
Cuentas y Gastos por Pagar	3.864.416	6.364.084	8.263.067	8.244.029	9.083.475
Cesantías Consolidadas	606.933	739.550	879.922	1.183.517	1.386.805
Impuesto Sobre la Renta	1.198.581	1.375.272	3.492.168	3.726.851	5.740.564
Dividendos por pagar	27.457	43.691	39.080	53.412	51.922
Compañías vinculadas	0	0	0	0	0
Ingresos recibidos por anticipado	116.309	128.078	168.944	0	0
Otros pasivos	0	0	0	1.553.185	2.837.790
Total Pasivo Corriente	8.177.702	45.694.979	25.234.897	29.260.436	43.596.852
Pasivos Largo Plazo					
Obligaciones Moneda Nacional	0	0	0	0	80.323
Obligaciones Moneda Extranjera	0	0	0	55.991.060	39.461.972
Pensiones de Jubilación	0	0	0	0	0
Otros Pasivos a Largo Plazo	0	0	0	0	0
Impuestos, gravámenes y tasas	0	0	3.498.350	1.758.541	1.758.541
Total Pasivos a Largo Plazo	0	0	3.498.350	57.749.601	41.300.836
TOTAL PASIVOS	8.177.702	45.694.979	28.733.247	87.010.037	84.897.688
PATRIMONIO					
Capital	108.563.272	110.034.887	144.027.403	210.124.549	202.008.138
Ganancias Apropriadas	0	0	0	0	0
Utilidad del Ejercicio	6.087.516	7.114.181	5.070.748	-3.125.427	4.233.659
TOTAL PATRIMONIO	114.650.788	117.149.068	149.098.151	206.999.122	206.241.797
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	122.828.490	162.844.047	177.831.398	294.009.159	291.139.485

BALANCE PROYECTADO. Miles de Pesos (Separador de miles con punto y decimales con coma, moneda \$)

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
ACTIVOS						
Activo Corriente						
Efectivo	3.023.966	3.123.912	3.230.018	3.333.849	3.448.014	3.569.537
Deudores Comerciales	37.119.708	37.589.704	41.144.778	40.878.544	40.878.544	40.878.544
Inventarios	51.348.930	51.258.687	56.106.516	53.142.107	53.505.798	53.142.107
Gastos pagados por anticipado	514.075	516.964	519.869	522.559	525.364	528.185
Total Activos Corrientes	91.492.604	91.972.302	100.481.312	97.354.499	97.832.356	97.590.187
Activo No Corriente						
Propiedad Planta y Eq.	363.672.933	366.202.369	383.329.378	385.045.388	387.026.568	390.092.348
Deudores	0	0	0	0	0	0
Inversiones permanente, neto	11.096.211	13.313.416	15.382.063	7.962.411	9.552.856	11.461.391
Cultivos en desarrollo	18.941.512	20.826.852	23.431.198	26.912.794	32.672.258	42.269.747
Intangibles, neto	0	0	0	0	0	0
Cargos diferido, neto	6.260.325	7.181.403	8.361.608	9.778.249	8.858.847	8.088.086
Otros activos, neto	1.820.430	1.837.844	1.858.124	1.880.019	1.908.124	1.940.859
Valorizaciones de activos						
Depreciación Acumulada	-211.491.074	-242.810.413	-274.669.998	-305.820.899	-328.794.090	-332.562.941
Total Activo No Corriente	190.300.335	166.551.470	157.692.373	125.757.962	111.224.563	121.289.490
TOTAL ACTIVOS	281.792.939	258.523.773	258.173.686	223.112.461	209.056.919	218.879.677
PASIVOS						
Pasivo Corriente						
Obligaciones Moneda Nacional	9.652.188	6.619.796	6.182.871	1.904.434	979.880	0
Obligaciones Moneda Extranjera	402.175	275.825	257.620	79.351	40.828	0
Proveedores	13.634.641	15.070.063	16.518.490	18.092.352	19.816.169	21.704.229
Cuentas y Gastos por Pagar	10.408.671	11.504.470	12.610.198	13.811.682	15.127.643	16.568.986
Cesantías Consolidadas	1.430.919	1.479.590	1.530.158	1.579.738	1.632.924	1.686.862
Impuesto Sobre la Renta	3.517.639	5.102.414	6.642.810	7.715.770	7.800.934	7.823.169
Dividendos por pagar	0	0	0	0	0	0
Compañías vinculadas	0	0	0	0	0	0
Ingresos recibidos por anticipado	0	0	0	0	0	0
Otros pasivos	3.022.506	3.239.664	3.482.098	3.738.852	4.036.771	4.366.406
Total Pasivo Corriente	42.068.739	43.291.822	47.224.246	46.922.180	49.435.149	52.149.651
Pasivos Largo Plazo						
Obligaciones Moneda Nacional	201.087	137.912	128.810	39.676	20.414	0
Obligaciones Moneda Extranjera	29.962.001	20.548.949	19.192.662	5.911.681	3.041.712	0
Pensiones de Jubilación	0	0	0	0	0	0
Otros Pasivos a Largo Plazo	0	0	0	0	0	0
Impuestos, gravámenes y tasas	0	0	0	0	0	0
Total Pasivos a Largo Plazo	30.163.088	20.686.862	19.321.472	5.951.356	3.062.126	0
TOTAL PASIVOS	72.231.827	63.978.683	66.545.718	52.873.536	52.497.274	52.149.651
PATRIMONIO						
Capital	186.871.886	163.760.590	152.958.334	125.833.754	111.754.054	121.819.893
Ganancias Apropriadas	0	0	0	0	0	0
Utilidad del Ejercicio	22.689.226	30.784.500	38.669.634	44.405.170	44.805.591	44.910.133
TOTAL PATRIMONIO	209.561.112	194.545.090	191.627.968	170.238.924	156.559.645	166.730.026
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	281.792.939	258.523.773	258.173.686	223.112.461	209.056.919	218.879.677

ESTADO DE INGRESOS HISTÓRICO. Miles de Pesos (Separador de miles con punto y decimales con coma, moneda \$)

	2009	2010	2011	2012	2013
Ventas Netas	\$82.168.506	\$92.362.888	\$109.079.152	\$133.173.630	\$188.970.220
Gasto Mercancía Vendida	\$ (56.163.346)	\$ (60.677.052)	\$ (75.022.004)	\$ (93.013.103)	\$ (129.591.604)
Utilidad Bruta	\$26.005.160	\$31.685.836	\$34.057.148	\$40.160.527	\$59.378.616
Gastos Operacionales:					-38.698.056
de Ventas	\$ (13.231.850)	\$ (15.951.469)	\$ (16.379.115)	\$ (20.440.378)	\$ (30.065.852)
de Administración	\$ (4.453.114)	\$ (5.264.126)	\$ (6.494.542)	\$ (7.326.949)	\$ (8.632.204)
Otros Ingresos	689.782	590.460	1.091.520	825.711	1.758.461
Otros Egresos	\$ (547.046)	\$ (924.913)	\$ (1.411.151)	\$ (4.996.495)	\$ (3.815.183)
Utilidad Operacional	\$8.462.932	\$10.135.788	\$10.863.860	\$8.222.416	\$18.623.838
Financieros:					
Intereses Recibidos	1.582.094	1.384.090	1.201.980	5.725.961	13.552.238
Intereses Pagados	\$ (2.096.022)	\$ (2.067.665)	\$ (4.377.044)	\$ (13.740.552)	\$ (21.347.256)
Diferencia en Cambio	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Total Financieros	\$ (513.928)	\$ (683.575)	\$ (3.175.064)	\$ (8.014.591)	\$ (7.795.018)
Método de participación	\$0	\$0	-123.957	\$0	\$0
Utilidad Antes de Impuestos	\$7.949.004	\$9.452.213	\$7.564.839	\$207.825	\$10.828.820
Impuesto de Renta	\$ (1.861.488)	\$ (2.338.032)	\$ (2.494.091)	\$ (3.333.252)	\$ (6.595.161)
Utilidad Neta	\$6.087.516	\$7.114.181	\$5.070.748	(\$3.125.427)	\$4.233.659

ESTADO DE INGRESOS PROYECTADO. Miles de Pesos (Separador de miles con punto y decimales con coma, moneda \$)

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Ventas Netas	\$222.718.251	\$246.041.696	\$269.311.276	\$294.325.514	\$294.325.514	\$294.325.514
Gasto Mercancía Vendida	\$ (144.042.896)	\$ (154.431.162)	\$ (164.195.767)	\$ (179.840.138)	\$ (179.840.138)	\$ (179.840.138)
Utilidad Bruta	\$78.675.355	\$91.610.534	\$105.115.509	\$114.485.376	\$114.485.376	\$114.485.376
				38,90%	38,90%	38,90%
Gastos Operacionales:	-39.746.773					
de Ventas	\$ (30.880.637)	\$ (31.964.547)	\$ (33.153.628)	\$ (34.413.466)	\$ (34.413.466)	\$ (34.413.466)
de Administración	\$ (8.866.137)	\$ (9.177.338)	\$ (9.518.735)	\$ (9.880.447)	\$ (9.880.447)	\$ (9.880.447)
Otros Ingresos	1.806.115	1.869.510	1.939.056	2.012.740	2.012.740	2.012.740
Otros Egresos	\$ (3.918.574)	\$ (4.056.116)	\$ (4.207.004)	\$ (4.366.870)	\$ (4.366.870)	\$ (4.366.870)
Utilidad Operacional	\$36.816.122	\$48.282.042	\$60.175.198	\$67.837.333	\$67.837.333	\$67.837.333
				23,05%	23,05%	23,05%
Financieros:						
Intereses Recibidos	2.561.589	2.639.974	2.722.869	2.807.278	2.807.278	2.807.278
Intereses Pagados	\$ (4.416.224)	\$ (3.763.154)	\$ (3.855.737)	\$ (2.918.574)	\$ (2.320.931)	\$ (2.164.898)
Diferencia en Cambio	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Total Financieros	\$ (1.854.635)	\$ (1.123.180)	\$ (1.132.868)	\$ (111.297)	\$486.347	\$642.379
Método de participación	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Utilidad Antes de Impuestos	\$34.961.487	\$47.158.862	\$59.042.330	\$67.726.036	\$68.323.680	\$68.479.712
Impuesto de Renta	\$ (12.272.261)	\$ (16.374.362)	\$ (20.372.696)	\$ (23.320.866)	\$ (23.518.088)	\$ (23.569.579)
Utilidad Neta	\$22.689.226	\$30.784.500	\$38.669.634	\$44.405.170	\$44.805.591	\$44.910.133

FLUJO DE CAJA HISTÓRICO. Miles de Pesos (Separador de miles con punto y decimales con coma, moneda \$)

	2009	2010	2011	2012	2013
FLUJO DE CAJA LIBRE OPERACIONAL					
1. GENERACIÓN FONDOS OPERACIONALES:					
RENOAI (sin Ajustes)	8.462.932	10.135.788	10.863.860	8.222.416	18.623.838
Depreciaciones y Amortizaciones	0	11.133.064	12.077.939	15.059.886	15.638.059
Sub-Total Fondos Operacionales	8.462.932	21.268.852	22.941.799	23.282.302	34.261.897
2. MOVIMIENTO DE KWop.					
Sin Pasivo por Impuesto de Renta	1.198.536	-2.596.188	10.801.933	-34.853.119	9.318.898
Flujo de Caja Operacional	9.661.468	18.672.664	33.743.732	-11.570.817	43.580.795
3. EGRESO POR IMPUESTO OPERACIONAL					
Impuesto Operacional Pagado	-705.767	-2.317.647	4.410.026	-4.838.378	-7.879.358
Flujo de Caja Antes de Inversión en Activos Fijos	8.955.701	16.355.017	38.153.758	-16.409.195	35.701.437
4. INVERSIÓN EN ACTIVOS FIJOS NETOS					
Inversión Bruta	0	-7.907.268	-7.356.599	-143.721.924	-16.880.887
FLUJO DE CAJA LIBRE OPERACIONAL	8.955.701	8.447.749	30.797.159	-160.131.119	18.820.550
FLUJO DE CAJA FINANCIERO					
1. PASIVOS FINANCIEROS					
Ingresos Financieros		1.384.090	1.201.980	5.725.961	13.552.238
Egresos por Gastos Financieros	-2.096.022	-2.067.665	-4.377.044	-13.740.552	-21.347.256
Ahorro en Impuestos por Gastos Fcieros.	42.859	156.306	-1.288.871	0	3.297.910
Neto Gastos Financieros	-2.053.163	-527.269	-4.463.935	-8.014.591	-4.497.108
Variación Principal de Obligaciones	12	28.674.680	-24.599.407	58.938.951	-10.996.497
Movimiento Pasivo Neto Financiero	-2.053.151	28.147.411	-29.063.342	50.924.360	-15.493.605
2. INVERSIONES TEMPORALES					
Inversiones Temporales	0	0	0	0	0
3. PATRIMONIO					
Variación Capital y Superávit		0	26.749.767	61.040.730	0
Pago de Dividendos		-4.599.667	0	0	-4.992.474
Neto Patrimonio	0	-4.599.667	26.749.767	61.040.730	-4.992.474
4. INVERSIONES EN SOCIEDADES					
Inversiones en Moneda Nacional	0	0	0	0	0
Inversión Neta	0	0	0	0	0
5. OTROS MOVIMIENTOS					
		-31.995.493	-28.483.584	48.166.029	1.665.529
FLUJO DE CAJA FINANCIERO		-8.447.749	-30.797.159	160.131.119	-18.820.550

FLUJOS DE CAJA PROYECTADOS. Miles de Pesos (Separador de miles con punto y decimales con coma, moneda \$)

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
FLUJO DE CAJA LIBRE OPERACIONAL						
1. GENERACIÓN FONDOS OPERACIONALES:						
RENOAI (sin Ajustes)	36.816.122	48.282.042	60.175.198	67.837.333	67.837.333	67.837.333
Depreciaciones y Amortizaciones	31.260.761	31.319.339	31.859.585	31.150.901	22.973.191	3.768.851
Sub-Total Fondos Operacionales	68.076.883	79.601.382	92.034.782	98.988.234	90.810.524	71.606.184
2. MOVIMIENTO DE KWop.						
Sin Pasivo por Impuesto de Renta	-9.605.123	2.317.352	-5.661.852	6.208.493	2.913.025	3.955.145
Flujo de Caja Operacional	58.471.760	81.918.734	86.372.930	105.196.727	93.723.549	75.561.329
3. EGRESO POR IMPUESTO OPERACIONAL						
Impuesto Operacional Pagado	-17.115.953	-15.141.831	-19.193.642	-22.284.467	-23.266.122	-23.326.457
Flujo de Caja Antes de Inversión en Activos Fijos	41.355.807	66.776.903	67.179.288	82.912.259	70.457.427	52.234.872
4. INVERSIÓN EN ACTIVOS FIJOS NETOS						
Inversión Bruta	-4.370.116	-4.414.777	-19.731.355	-5.197.605	-7.740.644	-12.663.268
FLUJO DE CAJA LIBRE OPERACIONAL	36.985.691	62.362.126	47.447.932	77.714.654	62.716.783	39.571.604
FLUJO DE CAJA FINANCIERO						
1. PASIVOS FINANCIEROS						
Ingresos Financieros	2.561.589	2.639.974	2.722.869	2.807.278	2.807.278	2.807.278
Egresos por Gastos Financieros	-4.416.224	-3.763.154	-3.855.737	-2.918.574	-2.320.931	-2.164.898
Ahorro en Impuestos por Gastos Fcieros.	862.227	352.243	361.343	36.561	-166.802	-220.888
Neto Gastos Financieros	-992.408	-770.937	-771.525	-74.736	319.545	421.492
Variación Principal de Obligaciones	-11.922.414	-12.634.969	-1.820.519	-17.826.821	-3.852.308	-4.082.834
Movimiento Pasivo Neto Financiero	-12.914.822	-13.405.906	-2.592.045	-17.901.557	-3.532.763	-3.661.343
2. INVERSIONES TEMPORALES						
Inversiones Temporales	0	0	0	0	0	0
3. PATRIMONIO						
Variación Capital y Superávit	0	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	-19.421.833	-45.800.522	-41.586.756	-65.794.213	-58.484.871	-34.739.752
Neto Patrimonio	-19.421.833	-45.800.522	-41.586.756	-65.794.213	-58.484.871	-34.739.752
4. INVERSIONES EN SOCIEDADES						
Inversiones en Moneda Nacional	0	0	0	0	0	0
Inversión Neta	0	0	0	0	0	0
5. OTROS MOVIMIENTOS						
	-4.649.035	-3.155.698	-3.269.132	5.981.116	-699.149	-1.170.509
FLUJO DE CAJA FINANCIERO	-36.985.691	-62.362.126	-47.447.932	-77.714.654	-62.716.783	-39.571.604

VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA VALORACIÓN PATRIMONIAL Miles de Pesos (Miles con punto, decimales con coma)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
FCL	\$36.985.691	\$62.362.126	\$47.447.932	\$77.714.654	\$62.716.783	\$39.571.604
Crecimiento del FCL		68,61%	-23,92%	63,79%	-19,30%	-36,90%
Crecimiento Ponderado FCL	-36,9%					
WACC cada Período	11,34%	11,45%	11,47%	11,68%	11,74%	11,81%
WACC Ponderado	11,45%					
Tasa de Crecimiento	0,00%					
VPN del FCL @ WACC Ponderado	\$204.517.199					
VPN del FCL @ WACC c/Período	\$190.622.400					
Valor Terminal (WACC Ponderado)	\$335.062.014					
VPN del Valor Terminal @ WACC Ponderado	\$194.868.011					
Valor Terminal (WACC c/Período)	\$335.062.014					
VPN del Valor Terminal @ WACC c/Período	\$216.136.067					
Valor de la Operación @ WACC Ponderado	\$399.385.209					
Valor de la Operación @ WACC c/Período	\$406.758.467					
- Pasivos Financieros	-\$52.139.865					
Valor de la Empresa @ WACC Ponderado	\$347.245.344					
Valor de la Empresa @ WACC c/Período	\$354.618.602					

Total acciones en circulación	Precio por acción
\$33.864.425.853	\$10,25
\$33.864.425.853	\$10,47

VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA VALORACION POR EVA Miles de Pesos (Miles con punto, decimales con coma)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Capital Invertido Inicial	230.601.598	199.794.909	191.788.136	158.553.388	140.322.652	145.239.690
Rentabilidad del Capital Invertido	9%	17%	21%	29%	32%	31%
Costo de Capital	11,34%	11,45%	11,47%	11,68%	11,74%	11,81%
Spread de Rentabilidad	-2,80%	5,14%	9,90%	17,05%	20,03%	18,84%
EVA del Año	-\$6.446.155	\$10.271.122	\$18.986.024	\$27.030.871	\$28.101.574	\$27.357.731
VPN del EVA @ WACC Ponderado	\$50.064.774					
VPN del EVA @ WACC c/Período	\$33.605.129					
Valor Terminal (WACC Ponderado)	\$238.948.984					
VPN del Valor Terminal @ WACC Ponderado	\$138.969.836					
Valor Terminal (WACC c/Período)	\$237.942.589					
VPN del Valor Terminal @ WACC c/Período	\$153.487.931					
Capital Inicial Invertido	\$230.601.598					
Valor de la Operación @ WACC Ponderado	\$419.636.208					
Valor de la Operación @ WACC c/Período	\$417.694.658					
- Pasivos Financieros	-\$52.139.865					
Valor de la Empresa @ WACC Ponderado	\$367.496.343					
Valor de la Empresa @ WACC c/Período	\$365.554.793					

Total acciones en circulación	Precio por acción
\$33.864.425.853	\$10,85
\$33.864.425.853	\$10,79

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).

El 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 las empresas que listan en la Bolsa de Valores, y 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/ESCUELAS/ADMINISTRACION/LABORATORIOFINANCIERO/Paginas/inicio.aspx>