

Nombre de la compañía

Cartón de Colombia S.A.

Fecha de valoración: febrero 2016

Recomendación: comprar

Precio de la Acción y Valor del IGBC

Nuestro precio esperado a alcanzar en el mes 12 es \$12,723, con una probabilidad de 26.9% que el precio de la acción de Cartón de Colombia sea mayor. Adicionalmente con un nivel de confianza del 90.0% el precio de la acción se ubicará entre \$7,940 y \$14,900.

La recomendación se basa en la buena dinámica que han tenido sus tres líneas de negocio: cartones y papeles, madera y plántulas de vivero y servicios; se espera que estas continúen creciendo en los siguientes años de forma real. Adicionalmente, se espera que en el 2016 empiece la construcción de una nueva planta de corrugados en Bogotá que funcionará con tecnología de punta y que servirá para poder satisfacer la demanda futura, ya que la empresa se encuentra operando con toda su capacidad instalada.

Tabla de Valoración con los datos financieros más destacados

Indicadores	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
ROA	2.69%	2.66%	2.61%	2.59%	2.74%	2.80%
ROE	3.71%	3.73%	3.73%	3.79%	4.07%	4.26%
ROIC	19.30%	17.79%	16.45%	15.92%	20.57%	20.38%
Margen Operativo (EBIT)	5.85%	5.75%	5.65%	5.55%	5.45%	5.35%
Margen Neto	6.63%	6.24%	5.91%	5.66%	5.74%	5.67%
Margen EBITDA	10.23%	10.53%	10.84%	11.11%	10.43%	8.23%
WACC	13.80%	10.02%	8.25%	8.44%	8.84%	9.05%

Capitalización del Mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización Bursátil: \$484,722,225,000

Acciones en circulación: **107,716,050**

Volumen Promedio diario DEL ÚLTIMO AÑO: 14,808,003

Bursatilidad: Baja

Participación índice: no tiene participación

Cotiza en: Bolsa de Valores de Colombia

Beta: 0.32

Rango último año: \$4,500-\$4,600

Localización: (Yumbo - Valle, Colombia)

Industria: Pulpa y Papel

Descripción: Cartón de Colombia S.A. es una empresa que hace parte del grupo Smurfit Kappa líderes a nivel mundial en la fabricación de empaques a base de papel. Líderes en Colombia en la producción de empaques y pulpa de fibra virgen, el mayor productor de cajas de cartón corrugado y sacos de papel y el mayor reciclador de cajas y papel usado.

Productos y servicios: dedicada a la producción de pulpas, papeles, cartones y empaques de estos materiales como también a la reforestación.

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

Analistas:

Laura Arenas Vélez

María Adelaida Ochoa Arango

Directora de la Investigación de Inversión:

Sandra Constanza Gaitán Riaño

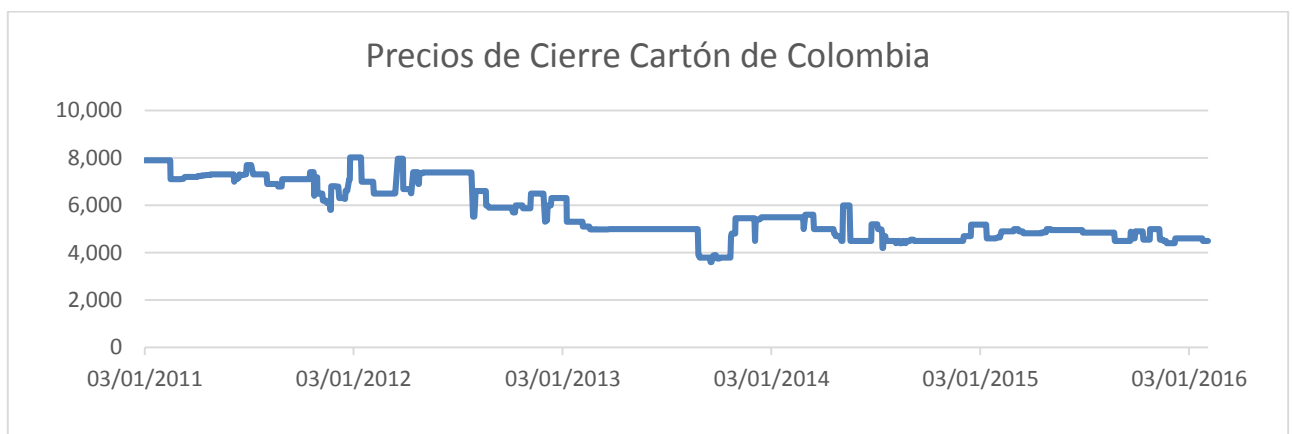
Asesor de Investigación:

Simón Restrepo Barth

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

Al analizar el comportamiento de la acción durante los últimos cinco años se observa una desvalorización constante de la acción, la cual en 2011 se encontraba en niveles de \$8,000 y actualmente su precio es de \$4,500, mostrando una disminución del 43.8% a pesar de que durante el periodo en estudio la compañía ha aumentado consistentemente las utilidades por acción y el valor intrínseco de las mismas. La gráfica permite observar que durante el año 2015 la variación en el precio fue mínima.

Gráfica 1. Desempeño cinco años de la acción*



* Todas las tablas, gráficas y cuadros que aparecen sin fuente fueron elaborados por las autoras.

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

La recomendación de esta valoración es de compra de la acción de Cartón de Colombia S.A., con un precio objetivo de \$ 12,723, el cual fue calculado con la metodología de flujos de caja descontados y valoración por múltiplos para hallar el valor fundamental de las filiales. La recomendación se basa en la buena dinámica que han tenido sus tres líneas de negocio: cartones y papeles, madera y plántulas de vivero y servicios, la cual se espera que continúe en los siguientes años creciendo de forma real. Adicionalmente, se espera que en el 2016 empiece la construcción de una nueva planta de corrugados en Bogotá que funcionará con tecnología de punta y que servirá para poder satisfacer la demanda futura, ya que la empresa se encuentra operando con toda su capacidad instalada.

TESIS DE INVERSIÓN

Según los resultados arrojados por la valoración, la acción de Cartón de Colombia se encuentra subvalorada en el mercado y con un precio actual de \$4,500 lo que representa un potencial de valorización de 182.7%. Esta diferencia está relacionada con la baja liquidez de la acción.

La empresa presenta eficiencias y ventajas gracias a su integración vertical con dos filiales que la abastecen de una materia prima principal, la madera, y un servicio de

transporte esencial para el desarrollo de su negocio. Cartón de Colombia tiene a su disposición la red de innovación en producto y soluciones de empaque de Smurfit Kappa a nivel global que le permite ofrecer soluciones personalizadas y de mayor valor agregado a los clientes. Adicionalmente, contar con varias líneas de negocio significa mayor diversificación de sus ingresos lo cual mitiga eventuales riesgos.

Por otro lado, la empresa se verá beneficiada por las buenas perspectivas del sector industrial para los próximos años, ya que se espera que la devaluación estimule la industria local generando la sustitución de importaciones y el incremento en las exportaciones, mejorando la competitividad del sector manufacturero al cual pertenecen los principales clientes en la línea de empaques. Por ende, se espera un aumento de la demanda no solo de sus productos de exportación, sino también en el mercado doméstico soportada en la reactivación del sector manufacturero.

La compañía, apoyada en la integración vertical que tiene con la filial Reforestadora Andina S.A., proveedor de su principal materia prima, en los años históricos analizados, ha disminuido la rotación de sus cuentas por pagar año tras año, lo cual significa una mayor generación de caja por parte de la compañía. Considerando que esta estrategia es difícil de sostener en la perpetuidad se incluyeron supuestos conservadores sobre el manejo del capital de trabajo, sin embargo, en caso de que la empresa lograra continuar con esta política de pago su valor podría ser significativamente mayor.

Debido a que la acción de Cartón de Colombia tiene baja liquidez y no se negocia todos los días en la bolsa de valores de Colombia, un potencial inversionista podría tener mayor dificultad a la hora de liquidar su inversión; adicionalmente, el precio de venta se podría ver castigado por esta misma situación.

VALORACIÓN

Metodología utilizada

Cartón de Colombia fue valorada por flujo de caja descontado y sus dos filiales por múltiplos de acuerdo con las compañías comparables de su respectiva industria. Para la primera, basados en los estados financieros no consolidados históricos de los últimos cinco años, publicados por la compañía, y las perspectivas del negocio, para los próximos años, se proyectaron los flujos de caja de los siguientes cinco años y se calculó el valor terminal para posteriormente ser descontados a la respectiva tasa de costo de capital (Rolling WACC) calculada bajo la metodología CAPM, como se muestra en la Tabla 1.

Para las dos filiales, Reforestadora Andina S.A. y Transbosnal, se realizó una valoración por múltiplos utilizando las bases de datos de Bloomberg, de compañías de estos sectores listadas en bolsa, las cuales fueron depuradas exhaustivamente hasta llegar a una muestra de comparables que realmente se asimilaran a cada una de las filiales, en materia de tamaño y tipo de operación, hallando el valor de cada una de ellas, el cual fue sumado al encontrado para Cartón de Colombia obteniendo el valor fundamental de la compañía para la totalidad de sus negocios.

Tabla 1. Cálculo del WACC

	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
Deuda	5.48%	5.52%	6.57%	7.96%	8.02%	9.03%
Patrimonio	94.52%	94.48%	93.43%	92.04%	91.98%	90.97%
Total deuda + patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%	100%
D/E	0.06	0.06	0.07	0.09	0.09	0.10
Costo bruto deuda	3.63%	3.93%	4.23%	4.53%	4.83%	5.13%
Tasa de impuestos	39.00%	40.00%	42.00%	43.00%	34.00%	34.00%
Costo neto deuda	2.21%	2.36%	2.45%	2.58%	3.19%	3.38%

WACC	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
Risk Free Rate (Usd Trsy 10 year)	2.19%	2.44%	2.69%	2.94%	3.19%	3.44%
Prima riesgo país	4.11%	4.11%	4.11%	4.11%	4.11%	4.11%
Tasa libre de riesgo Colombia	6.30%	6.55%	6.80%	7.05%	7.30%	7.55%
Beta no apalancado (Bloomberg)	0.32	0.32	0.32	0.32	0.32	0.32
Beta apalancado	0.33	0.33	0.33	0.34	0.34	0.34
Equity Risk Premium (Damodaran)	3.89%	3.89%	3.89%	3.89%	3.89%	3.89%
Prima de Riesgo Total	1.29%	1.29%	1.30%	1.31%	1.32%	1.33%
Cost of Equity (Ke) USD	7.59%	7.84%	8.10%	8.36%	8.62%	8.88%
Diferencial de inflación) COP/USD	6.39%	2.43%	0.52%	0.55%	0.65%	0.67%
Cost of Equity (Ke) COP	14.47%	10.47%	8.66%	8.95%	9.33%	9.61%
Inflación Colombia	6.5%	4.0%	2.9%	3.1%	3.0%	3.0%
Inflación USA	0.1%	1.5%	2.4%	2.5%	2.3%	2.3%
WACC	13.80%	10.02%	8.25%	8.44%	8.84%	9.05%

Fuente: “Annual Inflation Rate in the United States from 1990 to 2015”, s.f.; Damodaran, s.f.; *US Department of the Treasury*, s.f.; *ambito.com*, s.f.; *Bloomberg Bussines*, 2016 e “Investigaciones económicas Bancolombia”, s.f.

Resultados valoración método de FCL descontado y valoración por múltiplos

La valoración por el método de flujo de caja libre descontado nos permitió determinar un precio por acción de \$12,723. Este es un valor superior al valor de mercado de \$ 4,500 al cual se transa la acción actualmente, la falta de liquidez de la acción es castigada por el mercado y esto se ve reflejado en su precio.

En la siguiente tabla se exponen los resultados de la valoración y los resultados de la valoración por múltiplos de las filiales.

Tabla 2. Múltiplos de las filiales

Compañía	% Part. Directo	Patrimonio	Utilidad Neta
Reforestadora Andina S. A.	86.85%	759,239	43,269
Transbosnal S. A.	94.96%	195,089	5,656

Valor Reforestadora Andina S.A.	775,548
Valorada por P/BV promedio industria	902,000
Valorada por P/E promedio industria	649,097
Valor Transbosnal S. A.	126,192
Valorada por P/BV promedio industria	170,913
Valorada por P/E promedio industria	81,470

*Cifras en millones de pesos colombianos.

Tabla 3. Resultados Valoración FCL

VPN horizonte corto	114,519
Valor presente del valor terminal	407,719
Enterprise Value	522,238
Activos no operacionales y excedentes de liquidez	36,788
Firm Value	559,026
Deuda Financiera	- 90,257
Equity Value	468,770
Acciones en circulación	107,716,050

Múltiplos implícitos en valoración por FC descontado

Equity Value Consolidado	1,370,510
Valor por acción	12,723
P/BV	0.88x
EV/EBITDA	16.4x
P/E	23.8x

*Cifras en millones de pesos colombianos. Excepto el Valor por acción y el número de Acciones en circulación.

Para realizar la valoración por múltiplos de Cartón de Colombia se buscaron empresas comparables a nivel mundial, debido a que no existe información pública de las empresas que son competencia de Cartón de Colombia en el mercado nacional. Se utilizaron los siguientes múltiplos:

>P/E Ratio >P/B >EV/EBITDA

Después de calcular los percentiles 25 y 75 se obtuvo el promedio de los múltiplos, los cuales se exponen en la siguiente tabla.

Tabla 4. Valoración por múltiplos de la industria

	P/E Ratio	Price to Book	EV/EBITDA
Promedio	17.29x	1.49x	10.09x

Valoración de Cartón de Colombia con Múltiplos de Industria

Equity Value por P/BV	2,314,856
Equity Value por EV/EBITDA	807,391
Equity Value por P/E	997,398

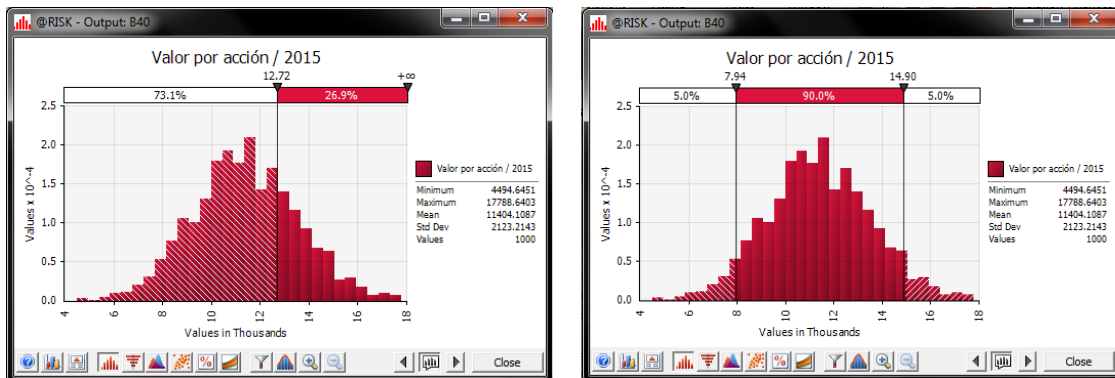
*Cifras en millones de pesos colombianos.

1. Análisis de escenarios

Para calcular el rango en el que se podría ubicar el precio por acción se utilizó el programa @Risk en el cual se realizó sensibilidad a las siguientes variables: WACC, CAPEX, capital de trabajo, gradiente, valor de las filiales (por medio del múltiplo aplicado) y margen bruto.

- **Riesgo país:** se realizó la sensibilidad con una distribución uniforme la cual arrojó el programa @Risk como resultado del comportamiento de esta variable en los últimos 16 meses.
- **CAPEX:** Se aplicó una distribución uniforme para el porcentaje sobre ventas que representa esta inversión en activos fijos con el valor mínimo y máximo de los últimos 5 años.
- **Capital de trabajo:** Se sensibilizaron los días de las variables relacionadas con el capital de trabajo con una distribución uniforme utilizando los valores mínimo y máximo de los últimos cinco años.
- **Margen bruto:** Se aplicó una distribución uniforme al porcentaje sobre las ventas que representan los costos, utilizando los valores mínimo y máximo de los últimos cinco años.
- **Gradiente:** Se aplicó una distribución uniforme utilizando como valor mínimo un crecimiento real de 0.3% y como valor máximo uno del 0.6%.
- **Valor de las filiales:** Se aplicó una distribución uniforme utilizando como valor mínimo y máximo el múltiplo promedio más o menos 0.2x.

Gráfica 2. Simulación y análisis de rangos del precio por acción



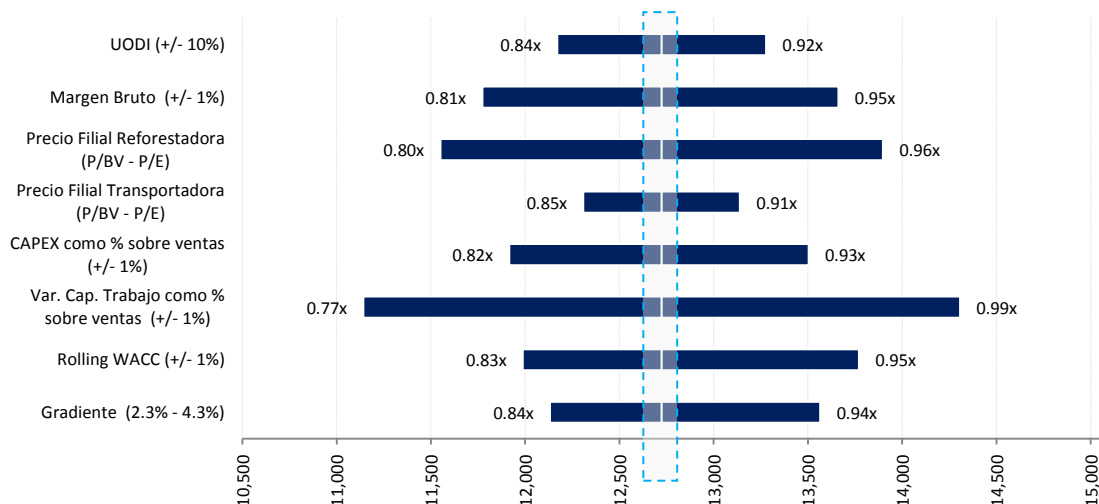
El análisis de sensibilidad demuestra que existe una probabilidad de 26.9% de que el precio de la acción de Cartón de Colombia sea un valor superior a \$12,723 que fue hallado con la metodología anteriormente descrita como el precio objetivo para el mes 12.

El precio de la acción se ubicará entre \$7,940 y \$14,900 con un nivel de confianza del 90.0%.

Tabla 5. Análisis de escenarios

	Equity Value			P/BV 2015		
	Min	Mediana	Max	Min	Mediana	Max
UODI (+/- 10%)	12,169	12,723	13,277	0.84x	0.88x	0.92x
Margen Bruto (+/- 1%)	11,772	12,723	13,661	0.81x	0.88x	0.95x
Precio Filial Reforestadora (P/BV - P/E)	11,549	12,723	13,897	0.80x	0.88x	0.96x
Precio Filial Transportadora (P/BV - P/E)	12,308	12,723	13,139	0.85x	0.88x	0.91x
CAPEX como % sobre ventas (+/- 1%)	11,915	12,723	13,502	0.82x	0.88x	0.93x
Var. Cap. Trabajo como % sobre ventas (+/- 1%)	11,141	12,723	14,306	0.77x	0.88x	0.99x
Rolling WACC (+/- 1%)	11,987	12,723	13,769	0.83x	0.88x	0.95x
Gradiente (2.3% - 4.3%)	12,132	12,723	13,564	0.84x	0.88x	0.94x

Gráfica 3. Football Field: sensibilidad valor por acción y Múltiplo P/BV Implícito



ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

En Colombia hay diez empresas productoras de celulosa para papel, papeles y cartones que representan el 100% de la producción colombiana de pulpa y más del 80% de la producción de papeles y cartones. Según cifras suministradas por la ANDI, en el 2014 la industria ha generado más de 80,000 empleos, el valor de sus activos es de 8.6 billones de pesos, impactando el porcentaje del PIB de la industria en 5.6% (ANDI, s.f.).

La industria del papel, del cartón y sus productos está ubicada como el sector que registró el mayor uso de la capacidad instalada con el 85.8% a septiembre del 2015.

La cadena de valor de la industria está compuesta por cuatro eslabones:



Durante el 2013 se consumieron en el país 1,541,000 toneladas de papel, mientras que en 2014 el consumo fue de 1,597,000 toneladas, lo que representa un incremento del 3.7%. Los productos de papel que más se consumen en el país son los empaques, como cajas de cartón o cajas plegadizas, y los que se destinan para la producción de papeles para imprenta y escritura, como libros, cuadernos y hojas (Amaris, 2015).

La industria de la pulpa y el papel enfrenta el reto de ser cada vez más amigable con el medio ambiente, la sostenibilidad en la fabricación de sus productos es un factor de compra de gran peso en los clientes finales. Evidencia de esto es que entre el 2010 y el 2013, en Colombia, la industria aumentó en 24.7% la recuperación de residuos y en un 33% se redujo la generación de residuos no recuperables. Las principales materias primas usadas en el sector son la madera y la fibra reciclada, lo que genera un impacto positivo en el medio ambiente dado que estas son renovables y los productos generados por la industria son reciclables.

No es una industria regulada, sin embargo, dos de sus principales jugadores, Cartón de Colombia y Propal S.A. son vigilados por la Superintendencia Financiera de Colombia ya

que el primero se encuentra listado en la bolsa de valores de Colombia y el segundo realizó una emisión de bonos.

Factores macroeconómicos que influyen sobre la industria

Las principales variables macroeconómicas que impactan el desempeño de las compañías son: la inflación, la demanda, los precios internacionales y la tasa representativa del mercado. La tendencia de devaluación del peso colombiano que se presenta en el país desde finales del 2014 es de gran beneficio para las empresas del sector, ya que los productos importados no pueden ser vendidos a precios muy inferiores a los que ofrece la industria nacional. Adicionalmente, es un sector que exporta gran parte de su producción, por lo cual la tendencia de devaluación mejora el margen de las exportaciones. Los *drivers* del precio, más allá de la inflación y la devaluación, se mueven de acuerdo a la oferta y demanda tanto en el mercado internacional como en el nacional.

La industria del papel enfrenta una amenaza con el uso de canales digitales como medios masivos de comunicación que cada vez cogen más fuerza en la industria publicitaria y en la industria de los libros.

Las perspectivas que la administración tiene del sector industrial para los próximos años son positivas, ya que la devaluación podría tener un efecto a favor para el país debido a la sustitución de importaciones y el incremento en las exportaciones. Para Cartón Colombia esto es beneficioso, ya que una mejor dinámica del sector manufacturero podría aumentar la demanda interna.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Historia, localización e infraestructura

Cartón de Colombia nació en 1944 en Yumbo - Valle y se ha constituido como una de las empresas líderes en la producción de empaques de cartón corrugado, pulpa y papel. Es una filial de la multinacional irlandesa a Smurfit Kappa, uno de los principales jugadores a nivel mundial en soluciones de empaques a base de papel.

En 1947 la empresa empezó a producir cartón a partir de papel reciclado, en 1969 estableció el programa de reforestación donde se realiza una investigación para mejorar la genética y la adaptación de especies a los suelos y climas colombianos.

Tiene cuatro plantas en el país ubicadas en las ciudades: Yumbo, Medellín, Bogotá y Barranquilla. La sede principal es en Yumbo - Valle y cuenta con:

- Área de investigación forestal
- Una planta para la producción de pulpa
- Cuatro molinos para la fabricación de papel
- Una planta para producción de cajas corrugadas y sacos de papel

El proceso productivo de la empresa se expone en la siguiente ilustración.

Ilustración 1. Proceso productivo





Fuente: Departamento de Mercadeo Cartón de Colombia (Lenis y Velásquez, 2013).

Cuadro 1. Análisis DOFA

Fortalezas	Oportunidades
<ul style="list-style-type: none"> • Integración vertical que permite abastecer su requerimiento de materias primas de sus subordinadas. • La tecnología que se usa en sus diferentes procesos le brinda a Cartón de Colombia la posibilidad de mantener un nivel competitivo de categoría mundial. • Tiene un alto poder de negociación con los proveedores. • Recursos forestales y programas de reforestación. 	<ul style="list-style-type: none"> • La depreciación del peso, lo cual aumenta el margen de las exportaciones. • Incorporar los desarrollos en innovación de las filiales de otros países e insertarlas en el mercado local. • Con la devaluación la empresa se vuelve más competitiva en sus exportaciones debido a que es más competitiva a nivel internacional.
Debilidades	Amenazas
<ul style="list-style-type: none"> • Alto poder de negociación de los compradores. • Por la ubicación, los costos de transporte de productos desde las plantas de operación a los puertos son muy altos. • En papeles blancos y papeles para corrugar no se puede crecer más porque la capacidad de producción es limitada. • Están operando a capacidad máxima en los molinos papeleros, lo cual limita la posibilidad de crecimiento de la producción y las ventas. 	<ul style="list-style-type: none"> • Cambio climático, fenómeno del niño que afecta actualmente al país y que puede incrementar los costos de la energía para la empresa. • Disminución en el uso de papeles para imprenta y escritura, debido al incremento en el uso de medios de publicación digitales. • Productos sustitutos como bolsas plásticas y empaques de madera liviana. • El crecimiento de la demanda interna, principalmente de cajas corrugadas, indica que los volúmenes de pulpa virgen requeridos serán mayores en el futuro, por lo cual puede no haber suficiente abastecimiento para cubrir la demanda. • Ley de tierras e invasiones puede afectar el suministro de madera por parte de la división forestal. • Precios internacionales del papel debido a la alta competencia, ya que los precios nacionales se basan en estos. • Incendios forestales debido a la ola de calor que atraviesa el país actualmente.

Productos y servicios

Cuadro 2. Productos y servicios

EMPAQUES	PAPELES
Empaque Bag in Box	Papeles para corrugar
Cajas estándar	Fibra sólida
Empaque para productos de consumo (no alimenticios)	Pulpa
Empaque para alimentos	Papeles kraft para sacos
Empaque para productos industriales	Papeles kraft monolúcidos
Exhibidores para puntos de venta	Papeles kraft
Empaque para correo	Cartulinas
Empaque protector	Cartón para tubos
Empaque listo para la venta	Papeles para impresión y escritura
	

Fuente: *Smurfit Kappa*, s.f.

Estrategia

La compañía ha venido trabajando en el incremento y fortalecimiento de las exportaciones, actualmente un 23% de sus ventas son exportaciones y el 77% de sus ventas son destinadas al mercado local. Con la tendencia de devaluación del peso colombiano la compañía se ha visto beneficiada ya que los márgenes de las exportaciones han mejorado.

Tienen planes de crecimiento a mediano plazo en los países de América Latina donde el grupo Smurfit Kappa ha realizado inversiones como: El Salvador, Costa Rica y República Dominicana (“No dejaremos de crecer”, dice el presidente de Smurfit Kappa Cartón de Colombia”, 2015).

En Colombia tienen integrada gran parte de su cadena de abastecimiento, empezando por las plantaciones forestales, la recolección de material reciclable y la fabricación de los productos. Las plantas de empaque se abastecen principalmente con papeles que ellos mismos producen. Como materia prima usan fibras recicladas y madera, la cual obtienen de plantas propias de reciclaje y sus plantaciones forestales.

La empresa es líder en el país en:

- Producción de empaques y pulpa de fibra virgen
- Producción de cajas de cartón corrugado y sacos de papel
- Producción de papeles para impresión y escritura totalmente libres de cloro
- Reciclaje de cajas y papel usado

- Reforestación
- Producción y comercialización de plántulas de pino y eucalipto

La División Forestal inició operaciones en 1969 con el fin de abastecer la materia prima necesaria para la producción de pulpa, cartones, papeles y empaques. La operación comienza desde la obtención de semillas y producción de plántulas con la mejor calidad genética, técnicas actualizadas de silvicultura, construcción de vías con el menor impacto ambiental, planeación de la cosecha y transporte, hasta la planta de pulpa y celulosa en Yumbo-Valle. El de Colombia es el patrimonio forestal más grande de la compañía, donde tienen 68,534 hectáreas (“No dejaremos de crecer”, dice el presidente de Smurfit Kappa Cartón de Colombia”, 2015).

Desarrollos recientes

La empresa se distingue por la innovación constante en soluciones de empaque a la medida del cliente. No se encontró información disponible de los desarrollos recientes.

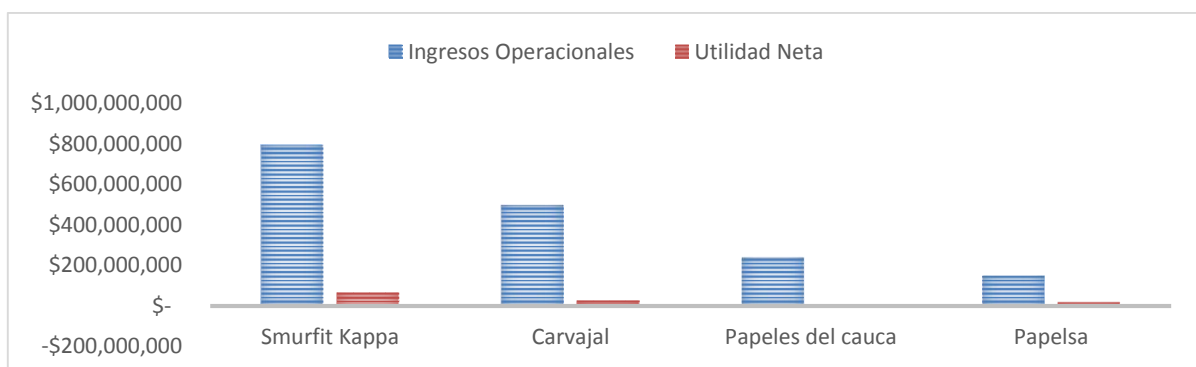
Análisis de los competidores

Cartón de Colombia S.A. no tiene un competidor a nivel nacional que tenga presencia en todas sus líneas de negocio. Sin embargo, sí tiene competidores fuertes en la línea de papel como son: Propal S.A. (Carvajal), Papeles del Cauca, Papelsa y Cartones América. En la línea de empaques tiene entre sus competidores a corrugado Came y Empaques Industriales.

Carvajal tiene como una de sus principales ventajas competitivas la utilización de un recurso agroindustrial para la elaboración de sus productos que es la caña de azúcar, por lo cual los clientes la identifican como una empresa mucho más amigable con el medio ambiente.

En la siguiente gráfica se comparan los ingresos y la utilidad neta de algunos de sus competidores.

Gráfica 4. Análisis de los competidores



*Cifras en miles de pesos colombianos.

Fuente: “Estados financieros”, 2015.

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

Composición Junta Directiva 2014-2015

Cuadro 3. Junta directiva 2014-2015

Principales	Suplentes
Gary Mc Gann	Eulalia María Arboleda de Montes
Anthony Paul Smurfit	Juan Guillermo Castañeda
Roberto Silva Salamanca	Juan Guillermo Londoño
Andres Llano Carvajal	Armando Garrido Otoya
Hernán Martínez	María Eugenia Lloreda Piedrahita

Fuente: “Gobierno corporativo”, s.f.

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

La acción de Cartón de Colombia S.A. es transada en la Bolsa de Valores de Colombia con una liquidez baja presentando un promedio diario en los últimos seis meses de \$22,434,674; cuenta con 107,716,050 acciones en circulación y una capitalización bursátil de \$484,722,225,000. La compañía no tiene porcentaje de participación en el índice COLCAP. La política de dividendos no es fija, se establece dependiendo de la disponibilidad de caja y los planes de inversión de la compañía. En los últimos años no se han presentado cambios importantes en la composición accionaria.

Tabla 6. Principales accionistas

Nombre o Razón social	Identificación	Acciones ordinarias	Participación
PACKAGING INVESTM HO	805133871	71,796,733	66.65%
INVERSANTAMONICA SA	805012526	11,196,372	10.39%
PACKAGING INVST NETH	805021036	3,544,563	3.29%
FUNDACI SMURFIT CART	890306462	2,616,429	2.43%
CEMENTOS ARGOS SA	890100251	2,308,930	2.14%
SAXONICA SAS	900329899	2,307,058	2.14%
FIDEICOMI TRABAJADOR	900060858	1,211,774	1.12%
ALIANZA FIDUCIARIA S	830053812	996,127	0.92%
INVERSIONES EL YARUM	811047093	556,335	0.52%
SUCESORES DE MANUEL	890302464	427,365	0.40%
SILVA SALAMANCA ROBE	17119532	426,469	0.40%
INVERSIONES GIOVANEL	805004689	326,000	0.30%
AGRICOLA CAUCANA SA	8913002229	321,730	0.30%
ARELLANO VISION Y CI	900163125	315,704	0.29%
SINCRODESTI MARTINEZ	900163635	301,570	0.28%
ARANGO URIBE MARIA M	42878842	298,639	0.28%
ARELLANO INVEST Y CI	900163634	291,989	0.27%
FUNDACION CARVAJAL	8903149707	273,858	0.25%
NEGOCIOS Y REPRESENT	890917042	264,435	0.25%
EDER CAICEDO HENRY J	6044702	251,875	0.23%
OTROS ACCIONISTAS MENORES	N/A	7,640,226	

Fuente: *Bloomberg Bussines*, 2016.

RIESGOS DE INVERSIÓN

Riesgos de mercado: los precios internacionales y nacionales influyen fuertemente en el precio de venta de cartón de Colombia. Un dólar devaluado estaba siendo perjudicial para la empresa por la entrada al mercado nacional de productos importados a precios inferiores a los locales. A pesar de que la tendencia de devaluación del peso colombiano en el último año ha beneficiado a la compañía en sus exportaciones, la devaluación en otros países de la región hace que su competitividad relativa no sea tan alta.

Riesgo de tipo de cambio: la revaluación del peso colombiano representa un riesgo para la compañía debido a que el 23% de sus ventas son exportaciones. Adicionalmente, permite la entrada al país de importaciones a precios inferiores a los de Cartón de Colombia.

Riesgo de escasez de recursos naturales y operativo: entre las compañías subordinadas de Cartón de Colombia S.A., esta Reforestadora Andina S.A., la cual es utilizada como abastecimiento de materia prima para disminuir la dependencia de proveedores externos. Cualquier accidente que sufran estas plantaciones, tales como plagas o incendios, así como la nacionalización de algunos bosques, podría tener efectos adversos en las proyecciones de esta valorización.

Riesgo financiero: la empresa tiene diferentes riesgos financieros entre los cuales se encuentran: los riesgos de una nueva reforma tributaria que afectaría la competitividad de la empresa, el incremento de los costos de energía debido a los efectos del fenómeno del niño que actualmente tienen en el alerta al país por la disminución de los niveles de las represas.

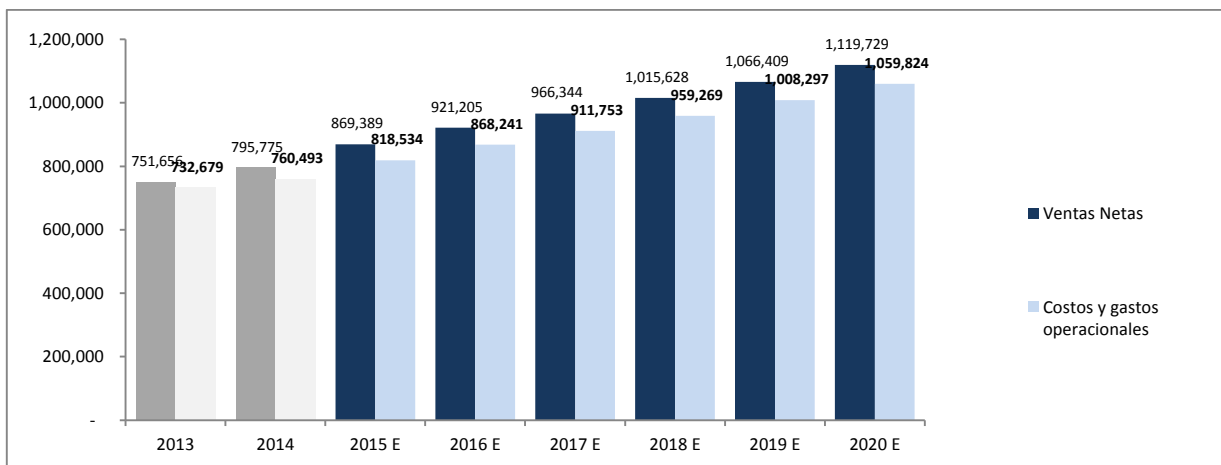
Riesgo sindical: la empresa tiene un sindicato que no afecta el correcto funcionamiento de las plantas. En los últimos años la operación no se ha visto entorpecida por huelgas o manifestaciones, por lo cual no se considera un riesgo relevante para la compañía siempre y cuando se le dé el manejo de comunicación fluida con los líderes sindicales, lo que se viene manejando actualmente.

Riesgo legal o de regulación: la empresa está regida bajo las actuales normas medioambientales de la regulación colombiana. La aplicación de regulaciones más estrictas o cambios en la interpretación de la normativa actual podría ser un riesgo para la compañía.

Evolución histórica y proyecciones financieras

Supuestos de operación

Gráfica 5. Ventas y costos proyectados



*Cifras en millones de pesos colombianos.

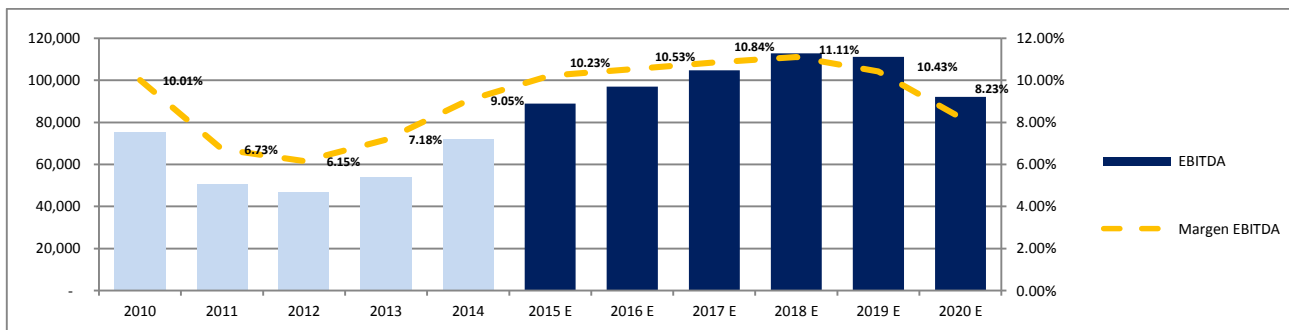
Ventas

Las ventas se proyectaron con un crecimiento del 2% por encima de la inflación esperada de cada año. Para definir la participación de cada una de las líneas de negocio en las ventas totales se utilizó la proporción promedio histórica de cada una en los últimos cinco años sobre el total de las ventas. En la línea cartones y papeles 98.57%, en la línea madera y plántulas de vivero 0.29% y en la línea de servicios 1.14%.

Las ventas presentaron un crecimiento constante durante los años de análisis, excepto en el periodo 2012 vs 2013 que disminuyeron en un -1.79%.

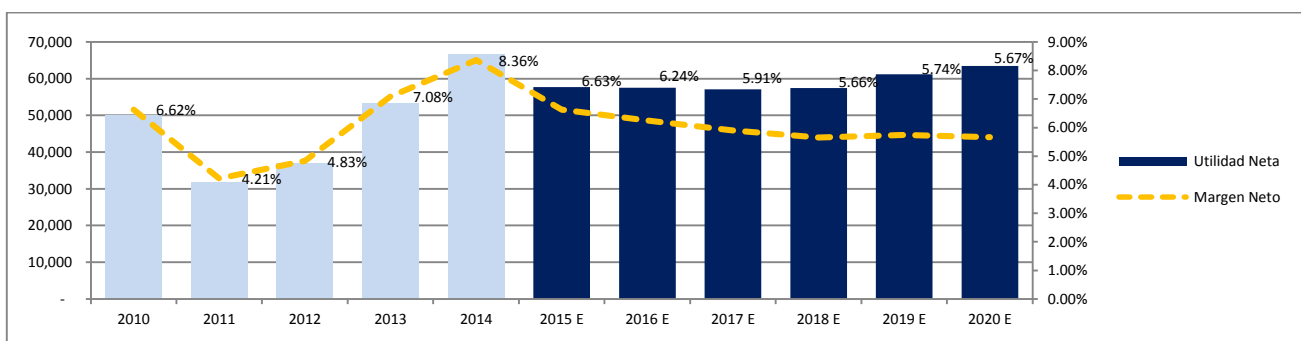
La compañía viene disminuyendo levemente la proporción de los costos sobre las ventas, se definió dejar constante la proporción del último reporte a septiembre de 2015 en 81,58% sobre el total de las ventas. Para calcular los gastos de fletes en venta, servicios y otros se calculó el promedio de los últimos cinco años en proporción a las ventas. El gasto de personal también es un promedio de los últimos cinco años y aumenta en 0.1% cada año debido a que de esta forma se observa el comportamiento de los años históricos.

Gráfica 6. EBITDA y Margen EBITDA



*Cifras en millones de pesos colombianos.

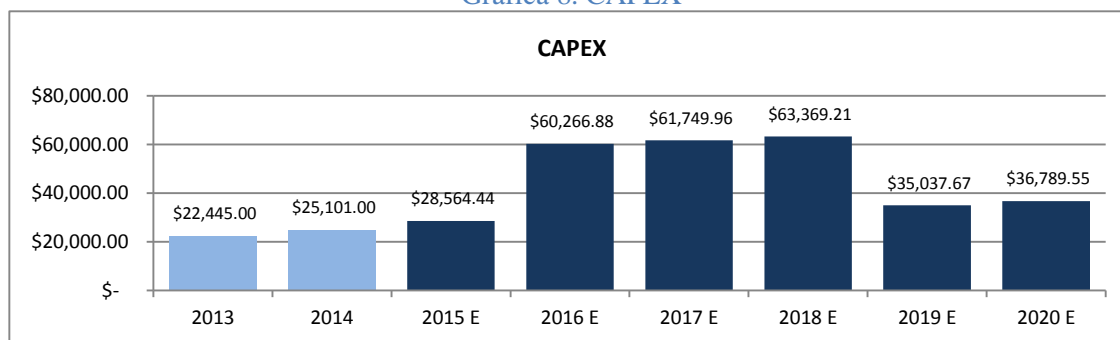
Gráfica 7. Utilidad neta y margen neto



*Cifras en millones de pesos colombianos.

Supuestos de inversión

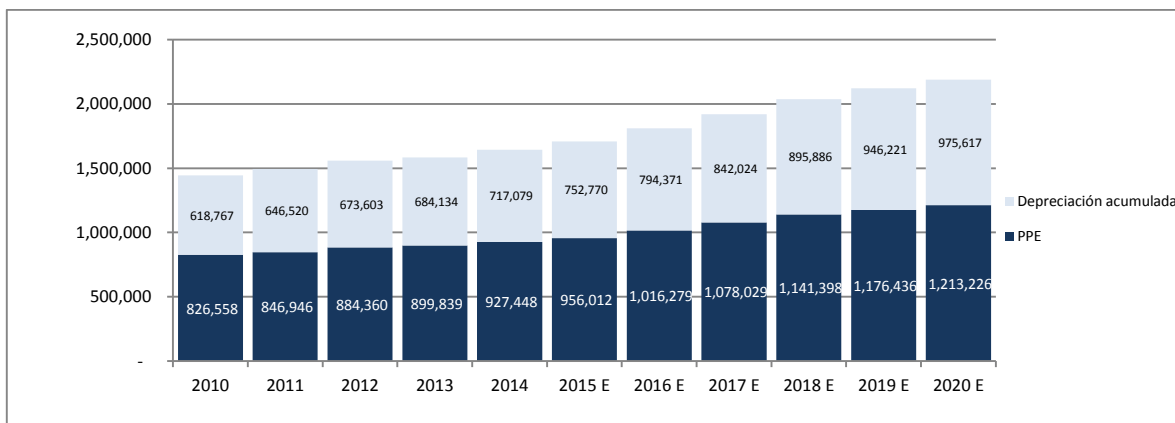
Gráfica 8. CAPEX



*Cifras en millones de pesos colombianos.

Las proyecciones se realizan como el porcentaje promedio histórico de la inversión en CAPEX sobre los ingresos de los últimos cinco años, 3.29%. El CAPEX se distribuye en los diferentes tipos de activos en la proporción promedio con la que cada tipo de activo ha contribuido al total de la cuenta propiedad, planta y equipo en los últimos cinco años. En los años 2016, 2017 y 2018 se incluye la inversión en la nueva planta de corrugados que se construirá en Bogotá, teniendo en cuenta para cada año un monto adicional al CAPEX recurrente de 30,000 millones de pesos.

Gráfica 9. Depreciación

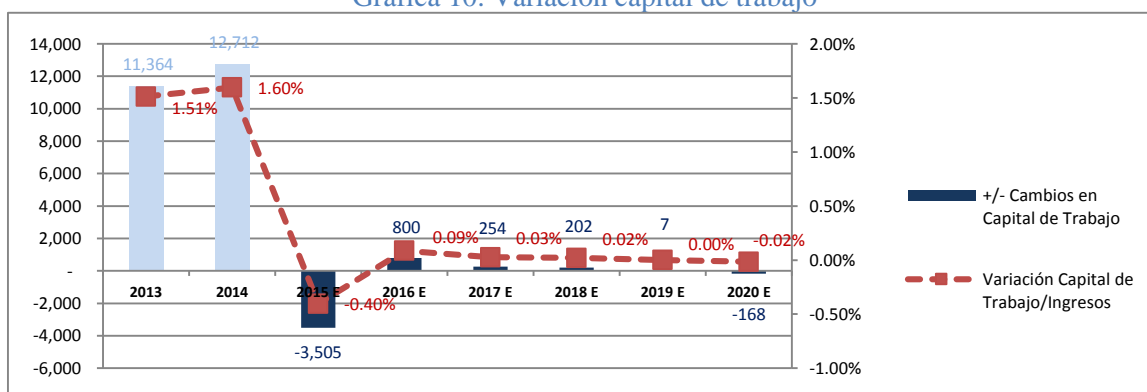


*Cifras en millones de pesos colombianos.

Los activos fijos actuales que se deprecian son la maquinaria y equipo (diez años), construcciones y edificaciones (veinte años), y otros activos como muebles y enseres, equipos de computación y equipos de transporte (cinco años), continuando con el costo y gasto por depreciación presentados en los estados financieros históricos. Debido a que algunos de estos activos son operativos una porción de la depreciación va al costo y lo demás al gasto. La depreciación que va al gasto es el porcentaje promedio histórico de los últimos tres años sobre la depreciación total (gasto + costo). Con la misma dinámica se calculan las depreciaciones de las nuevas inversiones en CAPEX. Las plantaciones forestales están registradas a su costo y el agotamiento se registra en el momento de cosecharlas. La mayoría de las plantaciones se encuentran en etapa de crecimiento.

Capital de trabajo

Gráfica 10. Variación capital de trabajo



*Cifras en millones de pesos colombianos.

La rotación de inventarios ha venido disminuyendo en los estados financieros históricos, por lo cual para las proyecciones se continuó con esta tendencia, disminuyendo paulatinamente la rotación obteniendo una rotación promedio futura de 7.1 veces.

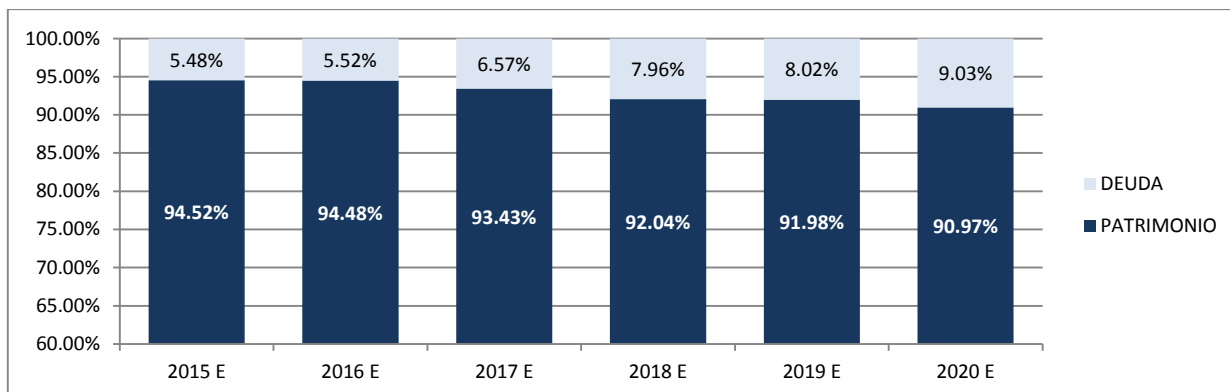
La rotación de cuentas por cobrar se estabiliza en los niveles presentados en el último año completo disponible, 2014, proyectándose en 3.25 veces.

La compañía, en su historia, ha disminuido la rotación de sus cuentas por pagar a proveedores año tras año, lo cual significa una mayor disponibilidad de caja para Cartón

de Colombia. Considerando que esta estrategia es difícil de sostener en la perpetuidad se mantuvo la rotación del año 2014 para las proyecciones con una rotación de 1.66 veces.

Hipótesis financieras

Gráfica 11. Estructura de capital



La estructura de financiación de la compañía ha sido muy estable durante los últimos años, se financia principalmente vía patrimonio. Se proyecta que en el año 2017 la empresa agota sus inversiones temporales y deberá adquirir una nueva deuda para continuar financiando la construcción de la nueva planta de corrugados en Bogotá, más la inversión en CAPEX recurrente. El costo de la deuda de 2015 es el costo promedio ponderado de las deudas adquiridas con los diferentes bancos a 2014. Para los siguientes años se incrementa debido a que el mercado está en tasas históricamente bajas y las expectativas en el corto plazo es que haya un incremento. En este sentido, se incrementa este costo en 1.5% en los siguientes cuatro años.

Impuestos

La tasa efectiva de impuestos en los últimos cinco años ha sido en promedio el 9%, debido a que la compañía tiene pérdidas fiscales acumuladas las cuales son descontadas de la base. Debido a que no se encontró información disponible sobre el periodo hasta el cual se podrán descontar estas pérdidas, se utilizó una tasa de impuesto de renta básica del 34% más la sobretasa del CREE de la reforma tributaria reciente que incrementa del 5% al 9%, entre 2015 y 2018, y se aplica a la utilidad antes de impuestos generada por la compañía, sin incluir los ingresos por método de participación de sus filiales, pues estos provienen de utilidades que ya han sido gravadas.

Bibliografía

Amaris, A. (2015). “La industria papelera creció un 3,7% en Colombia: ANDI”. Recuperado de <http://www.elheraldo.co/economia/la-industria-papelera-crecio-un-37-en-colombia-andi-192727>

ambito.com (s.f.). Recuperado de <http://www.ambito.com/economia/mercados/riesgo-pais/info/?id=4>

ANDI (s.f.). Recuperado de <http://www.andi.com.co/cipc>

“Annual Inflation Rate in the United States from 1990 to 2015” (s.f.). Recuperado de <http://www.statista.com/statistics/191077/inflation-rate-in-the-usa-since-1990/>

Bloomberg Bussines (2016). Recuperado de <http://www.bloomberg.com/>

Damodaran, A. (s.f.). Recuperado de http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html

“Estados financieros” (2015). Recuperado de <http://www.supersociedades.gov.co/servicios/software-para-el-diligenciamiento/Paginas/Plazo-para-el-env%C3%ADo-de-Informes.aspx>

“Gobierno corporativo” (s.f.). Recuperado de <http://www.smurfitkappa.com/vHome/co/AboutUs/OrganisationAndManagement/Paginas/Default.aspx>

“Informe financiero anual 2014” (2014). Recuperado de http://www.smurfitkappa.com/vHome/co/Inversionistas/Asamblea-de-Accionistas/Documents/Informe_financiero_carton_de_colombia_2014.pdf

“Investigaciones económicas Bancolombia” (s.f.). Recuperado de <http://www.grupobancolombia.com/wps/portal/empresas/capital-inteligente/investigaciones-economicas/publicaciones/informe-trimestral-actualizacion-proyeccion/>

Lenis, N. y J. Velásquez (2013). "Valoración de la empresa Smurfit Kappa Cartón de Colombia". Recuperado de https://bibliotecadigital.icesi.edu.co/biblioteca_digital/bitstream/10906/77599/1/burkenroad_report_valoracion.pdf

“No dejaremos de crecer”, dice el presidente de Smurfit Kappa Cartón de Colombia” (2015). Recuperado de <http://www.elpais.com.co/elpais/economia/noticias/dejaremos-crecer-presidente-smurfit-kappa-carton-colombia>

"Operación forestal" (s.f.). Recuperado de <http://www.smurfitkappa.com/vhome/co/AboutUs/WhatWeDo/Forestry/Paginas/Default.aspx>

Smurfit Kappa (s.f.). Recuperado de <http://www.smurfitkappa.com/vHome/co/Products/Paginas/Default.aspx>

US Department of the Treasury (s.f.). Recuperado de <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yield>

	2010	2011	2012	2013	2014
Activos Corrientes	324,893	326,414	319,231	336,938	397,219
Disponible	5,482	8,684	6,822	5,744	5,418
Inversiones	52,783	53,807	30,682	34,801	40,293
Deudores	177,539	169,170	183,958	194,756	242,325
Inventarios	88,488	93,549	96,627	99,717	106,879
Gastos pagados por anticipado	591	874	1,044	801	1,204
Otros activos	10	330	98	1,119	1,100
Activos de Largo Plazo	926,281	902,268	1,027,808	1,040,490	1,049,463
Deudores	2,690	3,833	3,646	3,161	2,687
Inversiones	715,150	698,009	813,405	821,624	836,407
PPE Neto	207,791	200,426	210,757	215,705	210,369
PPE	826,558	846,946	884,360	899,839	927,448
Depreciación acumulada	618,767	646,520	673,603	684,134	717,079
Diferidos	650	-	-	-	-
Valorizaciones	551,965	550,393	672,792	677,174	674,198
Activos	1,803,139	1,779,075	2,019,831	2,054,602	2,120,880
Pasivos Corrientes	265,549	256,052	248,597	258,178	283,440
Obligaciones financieras	93,049	76,334	78,678	91,755	78,292
Proveedores y cuentas por pagar	141,928	141,702	131,128	125,895	166,864
Pasivos estimados y provisiones	1,941	3,909	1,350	1,321	1,421
Obligaciones laborales	22,164	22,139	24,604	25,973	30,496
Impuestos, gravámenes y tasas	6,467	11,968	12,837	13,234	6,367
Pasivos No Corrientes	129,391	175,291	218,110	240,489	265,972
Proveedores y cuentas por pagar	91,600	125,000	175,000	205,000	231,000
Impuestos, gravámenes y tasas	-	12,123	6,061	-	-
Pensiones jubilados	37,791	38,168	37,049	35,489	34,972
Pasivos	394,940	431,343	466,707	498,667	549,412
Capital social	56	56	56	56	56
Prima en colocación de acciones	50,369	50,369	50,369	50,369	50,369
Superávit Método de Participación	296,908	265,580	343,364	320,249	303,891
Reservas	248,030	263,015	263,015	268,207	289,776
Acciones propias readquiridas	- 10,654	- 10,654	- 10,654	- 10,654	- 10,654
Revalorización del patrimonio	221,533	197,287	197,287	197,287	197,287

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Utilidad del ejercicio	49,992	31,686	36,895	53,247	66,545
Superávit por valorizaciones	551,965	550,393	672,792	677,174	674,198
Patrimonio	1,408,199	1,347,732	1,553,124	1,555,935	1,571,468

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Activos Corrientes	431,112	425,628	437,225	461,147	489,425	512,266
Disponible	5,418	5,418	5,418	5,418	5,418	5,418
Inversiones	40,293	10,246	-	-	3,428	-
Deudores	264,742	280,520	294,266	309,273	324,737	340,974
Inventarios	118,356	127,140	135,237	144,151	153,538	163,570
Gastos pagados por anticipado	1,204	1,204	1,204	1,204	1,204	1,204
Otros Activos	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
Activos de Largo Plazo	1,042,585	1,061,426	1,075,675	1,085,349	1,070,223	1,077,797
Deudores	2,936	3,111	3,263	3,429	3,601	3,781
Inversiones	836,407	836,407	836,407	836,407	836,407	836,407
PPE Neto	203,242	221,908	236,005	245,513	230,216	237,609
PPE	956,012	1,016,279	1,078,029	1,141,398	1,176,436	1,213,226
Depreciación acumulada	752,770	794,371	842,024	895,886	946,221	975,617
Diferidos	-	-	-	-	-	-
Valorizaciones	674,198	674,198	674,198	674,198	674,198	674,198
Activos	2,147,895	2,161,252	2,187,097	2,220,694	2,233,846	2,264,260
Pasivos Corrientes	331,417	343,508	371,332	406,380	418,230	447,657
Obligaciones Financieras	90,257	90,257	107,547	131,094	131,094	148,078
Proveedores y Cuentas por pagar	202,876	214,968	225,501	237,002	248,852	261,294
Pasivos Estimados y provisiones	1,421	1,421	1,421	1,421	1,421	1,421
Obligaciones Laborales	30,496	30,496	30,496	30,496	30,496	30,496
Impuestos, gravámenes y tasas	6,367	6,367	6,367	6,367	6,367	6,367
Pasivos No Corrientes	260,597	274,044	285,758	298,549	311,727	325,565
Proveedores y Cuentas por Pagar	225,625	239,072	250,786	263,577	276,755	290,593
Impuestos, gravámenes y tasas	-	-	-	-	-	-
Pensiones Jubilados	34,972	34,972	34,972	34,972	34,972	34,972
Pasivos	592,014	617,552	657,091	704,929	729,958	773,222
Capital Social	56	56	56	56	56	56
Prima en colocación de acciones	50,369	50,369	50,369	50,369	50,369	50,369
Superávit Método de Participación	265,494	225,992	185,354	143,547	100,537	56,290
Reservas	289,776	289,776	289,776	289,776	289,776	289,776
Acciones propias readquiridas	- 10,654	- 10,654	- 10,654	- 10,654	- 10,654	- 10,654

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

BALANCE PROYECTADO. Millones de Pesos ('000.000 COP)

Revalorización del Patrimonio	197,287	197,287	197,287	197,287	197,287	197,287
Utilidad del Ejercicio	89,356	116,676	143,621	171,186	202,319	233,716
Superávit por valorizaciones	674,198	674,198	674,198	674,198	674,198	674,198
Patrimonio	1,555,881	1,543,700	1,530,007	1,515,765	1,503,889	1,491,038

Cifras en millones	2010	2011	2012	2013	2014
Ventas Netas	754,764	751,936	763,219	751,656	795,775
Cartones y papeles	744,360	741,878	753,194	740,293	783,035
Madera y plántulas de vivero	1,729	1,767	1,560	2,465	3,596
Servicios	8,675	8,291	8,465	8,898	9,144
Costos y gastos operacionales	- 722,450	- 731,985	- 747,939	- 732,679	- 760,493
Costo de ventas	- 629,031	- 643,059	- 651,231	- 636,333	- 658,578
Gastos administración y ventas	- 93,419	- 88,926	- 96,708	- 96,346	- 101,915
Gastos de personal	- 39,244	- 39,832	- 43,287	- 42,621	- 46,185
Fletes en ventas	- 27,207	- 25,694	- 28,615	- 28,812	- 27,975
Servicios	- 10,582	- 10,056	- 11,274	- 10,871	- 10,322
Depreciación y amortización	- 654	- 660	- 5	- 9	- 17
Otros	- 15,732	- 12,684	- 13,527	- 14,033	- 17,416
EBIT - Utilidad Operativa	32,314	19,951	15,280	18,977	35,282
Otros	21,183	16,478	25,370	39,011	37,130
Ingresos por método de participación	34,106	27,703	40,460	42,079	42,816
Ingresos financieros	1,838	2,286	3,233	3,283	3,586
Gastos financieros	- 10,779	- 10,975	- 15,172	- 17,243	- 23,663
Diferencia en cambio	- 356	1,013	- 2,278	1,027	12,497
Utilidad en venta de prop., planta y equipo	35	-	-	10,895	140
Otros	- 3,661	- 3,549	- 873	- 1,030	1,754
Utilidad antes de Impuestos	53,497	36,429	40,650	57,988	72,412
Utilidad antes de impuestos exmétodo de participación	-	-	-	-	-
Impuesto de renta	- 3,505	- 4,743	- 3,755	- 4,741	- 5,867
Utilidad Neta	49,992	31,686	36,895	53,247	66,545
Utilidad Neta/acción	464	294	343	494	618
EBITDA	75,587	50,577	46,968	53,995	72,042

Cifras en millones	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas Netas	869,389	921,205	966,344	1,015,628	1,066,409	1,119,729
Cartones y papeles	856,971	908,046	952,540	1,001,120	1,051,176	1,103,735
Madera y plántulas de vivero	2,518	2,668	2,799	2,942	3,089	3,243
Servicios	9,901	10,491	11,005	11,566	12,144	12,751
Costos y gastos operacionales	- 818,534	- 868,241	- 911,753	- 959,269	- 1,008,297	- 1,059,824
Costo de ventas	- 709,291	- 751,565	- 788,391	- 828,599	- 870,029	- 913,531
Gastos administración y ventas	- 109,243	- 116,676	- 123,361	- 130,669	- 138,267	- 146,293
Gastos de personal	- 48,934	- 52,771	- 56,323	- 60,211	- 64,288	- 68,623
Fletes en ventas	- 31,506	- 33,384	- 35,019	- 36,805	- 38,646	- 40,578
Servicios	- 12,102	- 12,823	- 13,451	- 14,137	- 14,844	- 15,586
Depreciación y amortización	- 11	- 13	- 15	- 17	- 16	- 9
Otros	- 16,691	- 17,685	- 18,552	- 19,498	- 20,473	- 21,497
EBIT - Utilidad Operativa	50,855	52,964	54,591	56,359	58,112	59,906
Otros	19,142	16,575	14,379	12,898	12,492	13,450
Ingresos por Método de participación	38,397	39,502	40,638	41,807	43,010	44,247
Ingresos Financieros	4,006	4,476	5,000	5,586	6,240	6,971
Gastos Financieros	- 21,790	- 25,872	- 29,685	- 32,872	- 35,086	- 36,046
Diferencia en cambio	-	-	-	-	-	-
Utilidad en venta de prop., planta y equipo	-	-	-	-	-	-
Otros	- 1,472	- 1,530	- 1,574	- 1,623	- 1,672	- 1,722
Utilidad antes de Impuestos	69,997	69,539	68,970	69,256	70,604	73,356
Utilidad antes de impuestos ex método de participación	31,600	30,037	28,332	27,449	27,595	29,109
Impuesto de renta	- 12,324	- 12,015	- 11,899	- 11,803	- 9,382	- 9,897
Utilidad Neta	57,673	57,524	57,071	57,453	61,222	63,459
Utilidad Neta/acción	535.42	534.03	529.82	533.38	568.37	589.13
EBITDA	88,935	97,032	104,795	112,858	111,177	92,128

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

	2013	2014
Actividades Operacionales	39,993	69,916
Utilidad Neta	53,247	66,545
Depreciaciones, agotamiento y amortización	35,018	36,760
Ingresos método de participación	- 42,079	- 42,816
Utilidad en ventas de propiedad planta y equipo	- 10,895	- 140
Deudores distintos de préstamos a particulares	- 10,313	- 47,095
Inventarios	- 3,090	- 7,162
Gastos pagados por anticipado	243	- 403
Otros activos	- 1,021	19
Proveedores y cuentas por pagar	24,767	66,969
Pasivos estimados y provisiones	- 29	100
Obligaciones laborales	1,369	4,523
Impuestos gravámenes y tasas	- 5,664	- 6,867
Pensiones de jubilación	- 1,560	- 517
Actividades de Inversión	- 22,445	- 25,101
Disposición de propiedades, planta y equipo	11,886	221
Aumento de inversiones	- 4,119	- 5,578
Adquisición de PPE	- 40,957	- 31,505
Dividendos de afiliadas	10,745	11,761
Actividades de Financiación	- 18,626	- 45,141
Pagos de dividendos	- 31,703	- 31,678
Cambios en Caja Operativa		
Pagos y aumentos de obligaciones financieras	13,077	- 13,463
Cambios en el Efectivo	- 1,078	- 326
Inversiones temporales		
Cambios en el Efectivo Final	- 1,078	- 326

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Actividades Operacionales	51,462	60,423	64,340	69,710	68,554	48,440
Utilidad Neta	57,673	57,524	57,071	57,453	61,222	63,459
Depreciaciones, agotamiento y amortización	35,691	41,601	47,653	53,861	50,335	29,396
Ingresos método de participación	- 38,397	- 39,502	- 40,638	- 41,807	- 43,010	- 44,247
Utilidad en ventas de propiedad planta y equipo						
Deudores distintos de préstamos a particulares	- 22,665	- 15,954	- 13,898	- 15,174	- 15,635	- 16,417
Inventarios	- 11,477	- 8,785	- 8,096	- 8,914	- 9,387	- 10,032
Gastos pagados por anticipado						
Otros activos						
Proveedores y Cuentas por pagar	30,637	25,539	22,248	24,291	25,029	26,280
Pasivos estimados y provisiones						
Obligaciones Laborales						
Impuestos gravámenes y tasas						
Pensiones de Jubilación						
Actividades de Inversión	- 28,564	- 60,267	- 61,750	- 63,369	- 35,038	- 36,790
Disposición de propiedades, planta y equipo						
Aumento de Inversiones						
Adquisición de PPE	- 28,564	- 60,267	- 61,750	- 63,369	- 35,038	- 36,790
Dividendos de afiliadas						
Actividades de Financiación	- 22,898	- 30,204	- 12,835	- 6,341	- 30,089	- 15,078
Pagos de dividendos	- 34,862	- 30,204	- 30,126	- 29,888	- 30,089	- 32,062
Cambios en Caja Operativa	-	-	-	-	-	-
Pagos y aumentos de Obligaciones Financieras	11,965	-	17,290	23,548	-	16,984
Cambios en el Efectivo	-	- 30,047	- 10,246	-	3,428	- 3,428
Inversiones temporales	40,293	10,246	0	-	3,428	-
Cambios en el Efectivo Final	40,293	- 19,802	- 10,246	-	6,856	- 3,428

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EBIT (1-% de impuestos)	31,022	31,778	31,663	32,125	38,354	39,538
+ Depreciaciones y amortizaciones	38,079	44,068	50,204	56,499	53,064	32,222
+/- Cambios en Capital de Trabajo	- 3,505	800	254	202	7	- 168
Variación Cuentas por cobrar	- 22,665	- 15,954	- 13,898	- 15,174	- 15,635	- 16,417
Variación inventarios	- 11,477	- 8,785	- 8,096	- 8,914	- 9,387	- 10,032
Variación Cuentas por pagar	30,637	25,539	22,248	24,291	25,029	26,280
- CAPEX	- 28,564	- 60,267	- 61,750	- 63,369	- 35,038	- 36,790
= Flujo de Caja Libre para la Firma	37,032	16,380	20,371	25,457	56,388	34,802
						625,014

WACC	10.0%	8.3%	8.4%	8.8%	9.1%
WACC Acumulado	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5
Valor presente Flujos de Caja	14,888	17,104	19,710	40,113	22,702
Valor presente perpetuidad					407,719

VPN horizonte corto	114,519
Valor presente Perpetuidad	407,719
Enterprise Value	522,238
Activos no operacionales y excedentes de liquidez	36,788
Firm Value	559,026
Deuda Financiera	- 90,257
Equity Value	468,770

Múltiplos Implícitos en valoración por FC descontado

Equity Value Consolidado	1,370,510
Valor por acción	12,723
Acciones en circulación	107,716,050

Fuente: "Informe financiero anual 2014", 2014.

ADVERTENCIA

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

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

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

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

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

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

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

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

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