
LATINOAMÉRICA - COLOMBIA

Burkenroad Report



Maestría en Administración Financiera

En convenio con:
AB Freeman Business School
Tulane University

MINEROS S. A.
BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA (BVC) / MAS

Cobertura continua

Fecha de valoración: 21 de octubre de 2020

Recomendación: comprar

Cotización de la acción y del Colcap

Precio de la acción el 21 de octubre de 2020: COP3,705

Valor del índice Colcap: COP1,177,92

Según lo proyectado en el cierre de 2020, la acción cuenta con un potencial de valorización del 21,25%,

Nuestro precio esperado a alcanzar en el mes 12: COP4,492,

Tabla 1. Valoración con los datos financieros más destacados (2020 a 2029: proyecciones)

| Indicador | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 |
|-------------------------|---------|---------|----------|----------|---------|-----------|---------|---------|---------|---------|
| Ebitda | 602,874 | 569,781 | 743,482 | 868,546 | 909,544 | 1,161,704 | 981,141 | 540,889 | 446,108 | 465,998 |
| Noplat | 340,700 | 325,937 | 404,647 | 432,807 | 385,869 | 469,909 | 286,464 | 291,381 | 259,941 | 268,568 |
| WACC | 14,25% | 14,86% | 15,65% | 15,38% | 15,45% | 15,55% | 15,65% | 15,66% | 15,77% | 15,87% |
| FCL | 129,914 | 169,343 | 202,575 | 135,193 | -75,930 | 224,021 | 777,046 | 249,632 | 180,135 | 160,539 |
| ROIC | 31,75% | 25,38% | 28,09% | 26,35% | 19,89% | 19,56% | 10,82% | 13,51% | 11,82% | 11,78% |
| Margen de ebitda | 24,63% | 24,10% | 25,83% | 27,86% | 31,46% | 33,29% | 40,33% | 21,13% | 18,08% | 17,67% |
| ROA | 9,60% | 7,80% | 8,64% | 7,56% | 4,74% | 5,33% | 1,99% | 2,02% | 1,45% | 1,55% |
| ROE | 20,53% | 16,66% | 18,48% | 16,84% | 11,97% | 14,10% | 5,28% | 5,45% | 4,02% | 4,44% |
| EPS | 865,04 | 801,07 | 1,037,98 | 1,087,39 | 841,32 | 1,106,17 | 419,95 | 438,13 | 321,48 | 354,63 |
| P/E | 5,19 | 5,61 | 4,33 | 4,13 | 5,34 | 4,06 | 10,70 | 10,25 | 13,97 | 12,67 |

Nota: cifras monetarias en miles de millones de pesos

Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización bursátil: COP966,673,262,988

Número de acciones en circulación: 261,687,402

Volumen promedio diario del último año (COP): 372 miles de millones en 2019 y 363 miles de millones en 2020

Bursatilidad: baja

Hace parte de los índices: Colcap, Colwqty y COLSC

Cotiza en: Bolsa de Valores de Colombia y está pendiente de listamiento en Bolsa de Toronto

Beta desapalancado: 0,9817,

Oscilación del precio entre octubre 2019 y octubre 2020: entre COP2,300 y COP4,055,

Apreciación global de la compañía

Localización: Medellín, Colombia

Industria: minería aurífera aluvial y subterránea

Descripción: empresa colombiana del sector minero dedicada a la exploración, la explotación y la comercialización de oro y otros metales preciosos

Productos y servicios: oro, plata y otros metales preciosos

Sitio web de la compañía: [www,mineros.com,co](http://www.mineros.com.co)

Analistas:

José David Jiménez López

Sebastián López Muñoz

Directora de la investigación de inversión:

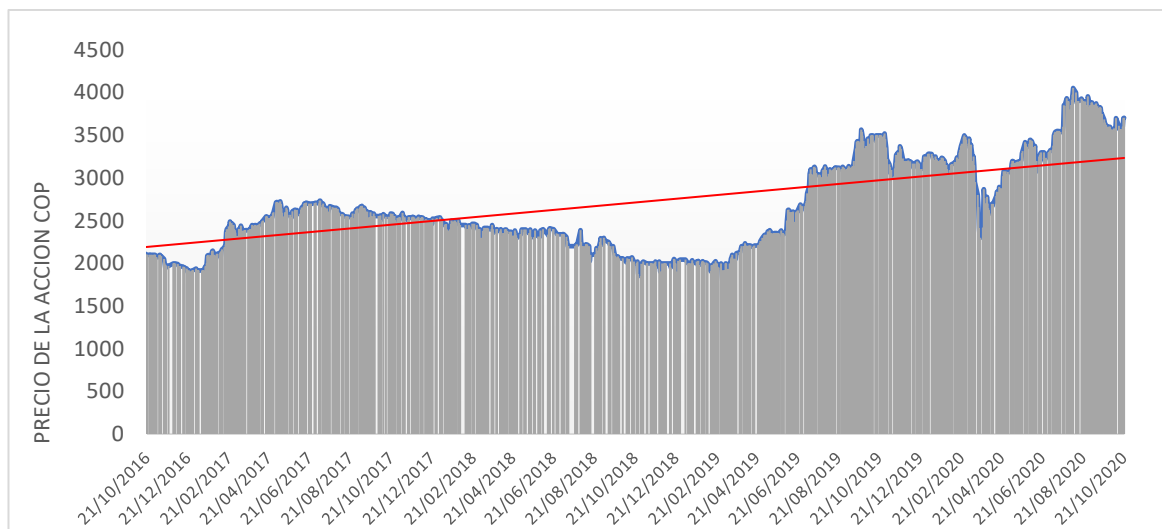
Judith Cecilia Vergara Garavito

Asesor de investigación:

Julián Pareja Vasseur

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

Figura 1. Mineros. Desempeño de la acción en los últimos cinco años (octubre de 2020)



Fuente: elaboración propia con base en BVC (2020) y Bloomberg Markets (s.f.)

La acción de Mineros S. A. –en adelante Mineros– se encuentra listada en la Bolsa de Valores de Colombia –en adelante la BVC– desde 1982. El comportamiento de su precio ha sido volátil en los últimos cinco años; en agosto de 2020 tocó el máximo (COP4.055) y, en enero de 2016, el mínimo (COP1.785). El rendimiento promedio anual en el período de análisis (2016-2020) fue del –6,3%, y un precio promedio de COP2.642, con una tendencia alcista.

La valorización de la acción durante el año 2020 ha sido positiva, impulsada, en lo primordial, por el incremento que ha reflejado el precio del oro por onza (+29% anual), al ser utilizado como activo de refugio en los actuales tiempos de crisis provocada sobre todo por la pandemia de COVID-19, por la mayor producción registrada en el último trimestre (72,542 onzas, que equivalió a +3.4% anual), comparada con el mismo período del año anterior y la devaluación del COP frente al USD. De igual manera, la valoración de la acción también ha sido producto de la venta de la subsidiaria Operadora Minera a la firma canadiense Para Resources, que fue una decisión alineada con la estrategia de optimización

de activos de la organización, que pretende concentrar las operaciones con mayor vida útil y capacidad de explotación y desinvertir en aquellas que le están generando altos costos por su tamaño. Esta transacción fue percibida por el mercado y los accionistas como beneficiosa para el crecimiento que se le quiere dar a la operación de la empresa en otros países, como Nicaragua, Chile y Argentina. De igual manera, la compañía ha modificado su estrategia para orientar su crecimiento a través de la adquisición de proyectos con etapas avanzadas de exploración o que se encuentren en producción.

ÍNDICE DE REFERENCIA DEL MERCADO

Figura 2. Mineros. Desempeño de la acción en los últimos cinco años (octubre de 2020)



Fuente: Bloomberg Markets (s.f.)

Como índice de referencia del comportamiento bursátil de Mineros se tomó el Colcap, por ser el registro de la BVC que refleja las variaciones de los precios de las acciones más líquidas. En el período de octubre de 2020, Mineros tenía una participación del 0,507% en la canasta del índice. El hecho de la empresa haber entrado al índice Colcap y el haber anunciado la intención de listarse en la Bolsa de Toronto le dio visibilidad en el mercado, lo que se ha reflejado en el crecimiento y la sostenibilidad de la compañía.

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

La estrategia de Mineros ha estado enmarcada por la inversión en su plan de crecimiento, puesto que tiene prevista una meta de producción de 500.000 onzas anuales de oro y es así como se ha propuesto ampliar su portafolio de exploración, con la adición de más proyectos en Colombia y Nicaragua, Argentina y Chile; de esta manera, cada año se percibe un incremento en la producción y se espera cumplir la meta en los próximos años.

Gracias a la efectiva estrategia utilizada, al buen manejo del endeudamiento financiero, al incremento en los ingresos, a la reducción en sus costos y a elementos clave como el precio del oro y la TRM (tasa representativa del mercado) condujo a que la recomendación fuese comprar la acción de Mineros, con la mira de esperar su potencial de valorización.

TESIS DE INVERSIÓN

El potencial de valorización del 21,25% se justifica gracias a la estrategia acertada y consolidada a lo largo de los últimos años por parte de la compañía; además, si se tiene en cuenta que los precios actuales no reflejan su valor fundamental y no se evidencia en ellos la inversión considerable que ha realizado la compañía con el fin de incrementar sus operaciones, sus recursos y sus reservas, acompañada de sus constantes y continuos incrementos en producción y flujos de caja positivos. Otra variable importante que no se puede perder de vista es el precio del oro que, aunque es muy inestable, producto de lo que está sucediendo con la crisis del COVID-19, favorece las finanzas de la empresa, al igual que la devaluación del COP frente al USD, que ha tenido crecimientos históricos debido a que todo su producto se exporta y la mayoría de sus clientes son externos. De igual manera, dadas la incertidumbre y las condiciones económicas actuales en el mundo, así como el gran apetito por activos de refugio como se considera el oro, se espera que los márgenes de Mineros se mantengan en los próximos trimestres.

Por otra parte, no se pueden desconocer los riesgos identificados en el análisis, entre ellos la incertidumbre regulatoria, la demora en permisos ambientales, los cambios en los patrones de consumo y la volatilidad de la tasa de cambio y del precio del oro, que impide la integridad eficiente con respecto al precio de mercado; pero todo esto se puede mitigar, con la intención que se tiene de entrar a la Bolsa de Toronto a la que pertenecen las mejores empresa mineras, lo que le va a generar mayor liquidez a la acción.

Mineros, entre sus decisiones de crecimiento y mejora de sus indicadores en Colombia, tomó la decisión de aceptar la oferta vinculante para la venta del 100% de las acciones de la compañía Operadora Minera, con la que dejaría sus operaciones subterráneas para así concentrar sus esfuerzos en la operación aluvial, que le permite incrementar competitividad puesto que la explotación subterránea es mucho más costosa (costo en efectivo promedio en los últimos cinco años: USD1,116 la onza) que la aluvial (costo en efectivo promedio en los últimos cinco años: USD611 la onza) y tiene mayor vida útil; además, se espera un incremento considerable de la producción con respecto al año anterior, en el que se vio afectada su operación debido a la demora en la aprobación de los permisos ambientales por parte de los entes de control y se estima que la entrada en operación del proyecto Llanuras compensaría la extracción de Operadora Minera; por tanto, la venta de dicha compañía no afectaría los niveles de producción (Corredores Davivienda, 2020).

La participación de la producción en Nicaragua es la más representativa y hacia ella ha enfocado sus esfuerzos, con el fin de alcanzar la meta propuesta, dado que logró un récord de producción de 128.164 onzas en el año 2019, ayudado por la entrada en operación de nuevos frentes de trabajo y el incremento del material suministrado por los mineros artesanales. Por otro lado, en Argentina, con la mina Gualcamayo se implementó un nuevo plan de minado, que permitirá mejorar la eficiencia en los costos y generar ahorros, en lo primordial por las reducciones de las contrataciones de personal, aunque se tiene previsto hacer una inversión significativa en el proyecto Carbonatos profundos, que será financiado, sobre todo a través de la utilización de recursos propios y, por último,

la capitalización de USD3 millones, destinados a las actividades de exploración en la mina La Pepa en Chile.

VALORACIÓN

Para la valoración de Mineros se utilizó el método de flujo de caja libre descontado (*discounted cash flow*) o FCD, que es un método que varios autores definieron como el método más utilizado cuando existen expectativas de ingresos en el futuro y ello se contrasta con lo que dijo Pereyra Terra (2008), que se refirió al método de flujo de caja libre como el que procura determinar el valor de la empresa a través de la estimación de sus ingresos, que se materializan a lo largo de vida de la compañía y, además, adujo que una firma vale según su capacidad de generar efectivos a partir de un grupo de activos calificados y que necesariamente originan flujos de caja (p. 18).

La valoración se efectuó para un período explícito de diez años y se tomaron como referencia los datos históricos de los estados financieros de Mineros de los últimos cuatro años, a los que se les aplicó metodología del FCD, que se basa en traer a valor presente los flujos de caja libre proyectados hasta un período dado.

La valoración arrojó un valor por acción de COP4.492 que, al compararlo con el valor en la BVC en el cierre de octubre de 2020 (COP3.705), evidenció que dicho precio no reflejó el valor fundamental de Mineros y tuvo un potencial de valoración del 21,25 % (tabla 2). Así, se recomienda comprar la acción para obtener una rentabilidad en el futuro.

Tabla 2. Mineros. Cálculo y valoración del WACC

| Parámetro | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | |
|---|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tasa libre de riesgo | 0,67% | 0,67% | 0,67% | 0,67% | 0,67% | 0,67% | 0,67% | 0,67% | 0,67% | 0,67% | |
| Beta desapalancado (Damodaran) | 0,98169 | 0,98169 | 0,98169 | 0,98169 | 0,98169 | 0,98169 | 0,98169 | 0,98169 | 0,98169 | 0,98169 | |
| Prima de mercado | 9,67% | 9,67% | 9,67% | 9,67% | 9,67% | 9,67% | 9,67% | 9,67% | 9,67% | 9,67% | |
| Riesgo de país (EMBI) | 2,45% | 2,45% | 2,45% | 2,45% | 2,45% | 2,45% | 2,45% | 2,45% | 2,45% | 2,45% | |
| Ku en USD sin riesgo de país | 11,87% | 11,87% | 11,87% | 11,87% | 11,87% | 11,87% | 11,87% | 11,87% | 11,87% | 11,87% | |
| Ku en USD con riesgo de país | 14,32% | 14,32% | 14,32% | 14,32% | 14,32% | 14,32% | 14,32% | 14,32% | 14,32% | 14,32% | |
| Inflación proyectada en Colombia | 1,33% | 2,46% | 3,28% | 3,40% | 3,60% | 3,60% | 3,60% | 3,60% | 3,60% | 3,60% | |
| Inflación proyectada en Estados Unidos | 0,80% | 1,60% | 1,70% | 2,00% | 2,00% | 2,00% | 2,00% | 2,00% | 2,00% | 2,00% | |
| Devaluación | 0,53% | 0,85% | 1,55% | 1,37% | 1,57% | 1,57% | 1,57% | 1,57% | 1,57% | 1,57% | |
| Ku (\$) | 14,92% | 15,29% | 16,09% | 15,89% | 16,11% | 16,11% | 16,11% | 16,11% | 16,11% | 16,11% | |
| Kd | 8,07% | 6,78% | 7,12% | 7,49% | 7,66% | 7,66% | 7,66% | 7,66% | 7,66% | 7,66% | |
| WACC | 14,25% | 14,86% | 15,65% | 15,38% | 15,45% | 15,55% | 15,65% | 15,66% | 15,77% | 15,87% | |
| Valoración | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
| Flujo de caja libre | - 1.073.194.385 | 129.914.217 | 169.342.523 | 202.575.238 | 135.193.480 | -75.929.697 | 224.020.662 | 777.045.877 | 249.632.079 | 180.134.639 | 160.539.244 |
| Valor terminal | | | | | | | | | | | 1.509.243.824 |
| Valor presente de las operaciones | 1.327.440.967 | 1.386.699.732 | 1.423.460.650 | 1.443.692.286 | 1.530.570.650 | 1.842.925.250 | 1.905.424.387 | 1.426.547.250 | 1.400.320.293 | 1.441.062.381 | 1.509.243.824 |
| WACC ajustado | | 14,25% | 14,86% | 15,65% | 15,38% | 15,45% | 15,55% | 15,65% | 15,66% | 15,77% | 15,87% |

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.

| | |
|-------------------------------------|------------------------|
| Valor operativo de la empresa (VOE) | 1.327.440.967 |
| Activos no operativos | 283.243.115 |
| Pasivos no operativos | 435.055.716 |
| Valor total de la empresa | <u>1.175.628.366</u> |
| Número de acciones | 261,687.402 |
| Valor de la acción | <u>4.492,49</u> |

Fuente: elaboración propia a partir de información de Mineros (s.f.a)

SENSIBILIDAD DE LA VALORACIÓN

Se tomaron como referencia el escenario moderado –con el que se obtuvo un precio por acción de COP4.492– y se sensibilizó la tasa de crecimiento (g) con variaciones del 1% por encima y por debajo y el costo de la estructura financiera (WACC terminal) con cambios del 1% positivo y negativo, para analizar el comportamiento del precio de la acción según un panorama optimista y otro pesimista. De esta manera se obtuvo un rango para el precio de la acción de Mineros, que osciló entre COP4.125,11 y 5.271,42.

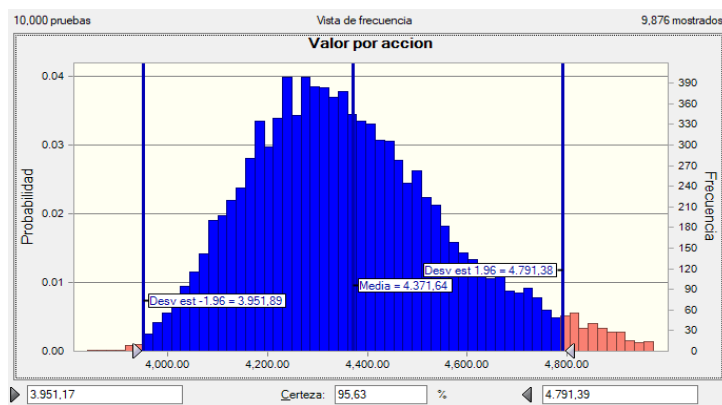
Tabla 3. Análisis de sensibilidad del WACC terminal versus g

| | | WACC TERMINAL = 15,88% | | | | |
|---------------|-------|------------------------|----------|-----------------|----------|----------|
| | | 13,88% | 14,88% | 15,88% | 16,88% | 17,88% |
| g=4,74 | 2,74% | 4.467,28 | 4.360,60 | 4.270,16 | 4.192,51 | 4.125,11 |
| | 3,74% | 4.608,84 | 4.479,88 | 4.372,17 | 4.280,85 | 4.202,44 |
| | 4,74% | 4.781,38 | 4.622,69 | 4.492,49 | 4.383,74 | 4.291,53 |
| | 5,74% | 4.996,31 | 4.796,75 | 4.636,54 | 4.505,10 | 4.395,30 |
| | 6,74% | 5.271,42 | 5.013,56 | 4.812,11 | 4.650,39 | 4.517,70 |

| Resumen del escenario | Desfavorable | Neutro | Favorable |
|----------------------------|--------------|----------|-----------|
| g | 2,74% | 4,74% | 6,74% |
| WACC terminal | 17,88% | 15,88% | 13,88% |
| Precio de la acción | 4.125,11 | 4.492,49 | 5.271,42 |

Fuente: elaboración propia a partir de la valoración (2020)

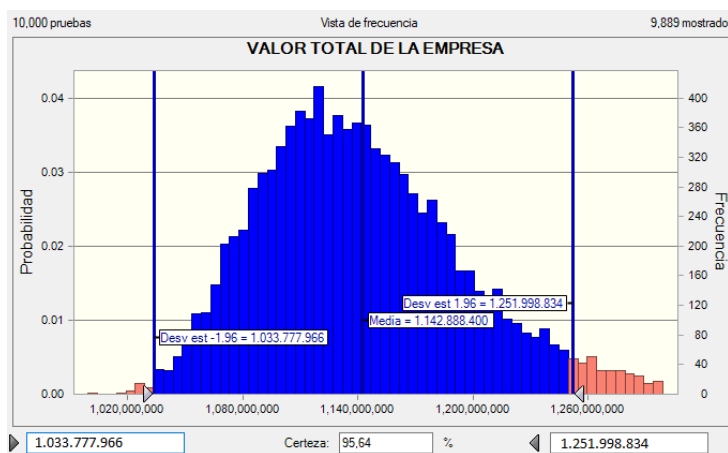
Figura 3. Sensibilidad del precio de la acción de Mineros (octubre de 2020)



Fuente: elaboración propia en Crystal Ball (2020)

En el intervalo de confianza entre COP3.951,89 y 4.791.38 se acumuló el 95% de los datos, lo que quiere decir que el límite mínimo del precio de la acción de Mineros fue de COP3.951,89 y el máximo fue de COP4.791,38. De igual manera, su valor de empresa estuvo en un rango entre COP1.033.777.966 y COP1.251.998.834.

Figura 4. Sensibilidad del valor de la empresa Mineros (octubre de 2020)



Fuente: elaboración propia en Crystal Ball (2020)

VALORACIÓN POR MEDIO DE MÚLTIPLOS

Para constatar la veracidad de los resultados obtenidos se analizaron las demás empresas que hacen parte del sector, con características similares y además, algunas de ellas con operaciones en la región de Suramérica.

Tabla 4. Múltiplos comparables

| Empresa | País | Producción en 2020 (KOZ) | Capitalización de mercado | Precio/Nav | PVL | EV/2P | EV/total |
|----------------------------|--------------------------------------|--------------------------|---------------------------|------------|------|-------|----------|
| Mineros S. A. | Nicaragua, Argentina, Colombia | 312 | 174 | 0,73 | 0,98 | 300 | 10 |
| Equinox Gold Corp. | México, Estados Unidos, Brasil | 290 | 1.056 | 1,06 | 2,6 | 229 | 99 |
| Golden Star Resources Ltd. | Ghana | 235 | 324 | 0,61 | 6,4 | 146 | 20 |
| Leagold Mining Corp. | México, Brasil | 416 | 871 | 0,95 | 1,8 | 156 | 53 |

| | | | | | | | |
|---------------------------|--|--------------|--------------|-------------|------------|--------------|-------------|
| | Canadá, Estados Unidos, Australia, México | 362 | 543 | 0,69 | 0 | 102 | 71 |
| New Gold Inc. Ramelius | | | | | | | |
| Resources Silver Lake | Australia | 231 | 552 | 1,14 | 0 | 658 | 132 |
| Resources | Australia | 225 | 998 | 1,75 | 0 | 1.171 | 171 |
| Teranga Gold | África Occidental | 342 | 814 | 0,68 | 1,2 | 315 | 142 |
| Mínimo | | 225 | 174,2 | 0,61 | 0 | 102 | 10 |
| Promedio | | 301,6 | 666,5 | 1,0 | 1,6 | 384,6 | 87,3 |
| Máximo | | 416 | 1.056 | 1,75 | 6,4 | 1.171 | 171 |

Nota: Nav = valor de los activos netos; PVL = precio del valor en libras; EV/2P= valor empresarial comparado con las reservas probadas y probables; KOZ= miles de onzas

Fuente: elaboración propia con base en Bloomberg Markets (s.f.)

A partir de esta evaluación y si se analizan varias de las variables presentadas, como la producción, el valor de los activos netos (Nav) y el precio del valor en libras (PVL), se evidenció que se encontró muy cerca del promedio, es decir, en estos indicadores fue muy similar y no hubo diferencias significativas frente a sus competidores. Al analizar las demás variables, como la capitalización de mercado y el EV/2P, se constató que la compañía aún tiene mucho potencial de crecimiento y debe continuar mejorando sus procesos con el fin de obtener mejores resultados, sobre todo en la productividad y la rentabilidad.

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

Tamaño, estructura y fuentes de creación de valor:

En el cierre de 2018 se estimaban unas reservas mundiales de 50.000 toneladas de oro y un total de recursos de 100.000 toneladas identificadas, “siendo Australia el país más representativo con 10.000 toneladas (20% en total)” (Corredores Davivienda, 2020, p. 8), seguido por Rusia, Sudáfrica, Estados Unidos e Indonesia. En cuanto a la producción, existen cinco países que producen el mineral en cantidades importantes, que son: China, Australia, Rusia,

Estados Unidos y Canadá, de modo que ninguno de los países en los que la compañía tiene presencia hace parte de este grupo, los que se convierte en un reto para Mineros y en un aliciente para seguir creciendo.

La demanda de la minería está basada en la fabricación, en lo primordial de joyería, y en menor grado de productos tecnológicos, monedas, medallas y aplicaciones dentales, que representan el 56% de la demanda total. Además, la inversión tiene un rol relevante en la demanda, con un 29% del total, puesto que el oro tiene demanda como elemento de protección de valor y se compara con alternativas como el efectivo, los bonos, las acciones, los activos inmobiliarios, las obras de arte, etc. (Corredores Davivienda, 2020). Por último, el restante 15% de la demanda mundial es la de los bancos centrales.

Análisis de las cinco fuerzas de Porter:

Al analizar las cinco fuerzas de Porter se evidenció que Mineros es fuerte y tiene un gran potencial para seguir creciendo y posicionándose en el sector de la minería en los cuatro países en los que hace presencia, aunque con varios retos, como las regulaciones de los países, los cambios en los hábitos de las personas y el valor de la acción en el mercado accionario. A continuación se presenta el análisis:

Figura 5. Cinco fuerzas de Porter



Fuente: elaboración propia con base en Mineros S. A. (s.f.c)

Determinantes del precio:

El proceso para fijar el precio del oro se conoce como el London Gold Fixing por vía telefónica (Mineros S. A., 2019) y con la participación de cinco bancos pertenecientes al London Bullion Market Association (LMBA), y cuyo precio establecido se reconoce como el precio oficial del oro en el mundo y se utiliza en mercados OTC como los de Nueva York y Tokio. Es importante resaltar que el precio del oro en las últimas cuatro décadas ha servido como termómetro de la situación política mundial en determinados momentos del tiempo; además, como unidad de valor importante, sobre todo en países subdesarrollados, se utiliza como ahorro. Junto con la plata, son los únicos *commodities* que, fuera de su valor intrínseco, también poseen un valor monetario; por tanto, algunos factores que pueden afectar su dinámica son: la inflación y las expectativas de inflación, las tasas de interés, el valor del dólar, el refugio seguro y la diversificación de portafolios, entre otros.

Entornos macroeconómicos que la afectan:

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.

Entre las principales variables macroeconómicas que influyen en el desempeño de la compañía Mineros S. A. y, en general, de las compañías que integran este tipo de industrias se encuentran la volatilidad en la tasa de cambio que es un factor que debe ser tenido en cuenta puesto que influye en todas las etapas de la minería y tiene impactos en la rentabilidad, porque se considera que cerca del 70% de los costos de ventas están en moneda local, mientras que sus ingresos dependen netamente del volumen de producción y del precio internacional del oro; por tanto, es importante el uso de coberturas por parte de la compañía; además la baja liquidez bursátil que tiene la acción de Mineros que podría limitar la adecuada formación de precios.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Historia: Mineros es una sociedad anónima de carácter privado 100% colombiana, constituida el 14 de noviembre de 1974 como Mineros Colombianos S. A. La empresa en la actualidad tiene siete filiales: Mineros Aluvial, Operadora Minera, Negocios Agro empresariales, Fundación Mineros, Hemco Mineros Nicaragua, Minas Argentinas S. A. y Mineros Chile. Lleva a cabo operaciones mineras en dos frentes: aluvial y subterránea, en Colombia, en los municipios de El Bagre y Zaragoza (Bajo Cauca antioqueño), en Nicaragua, en la región de Bonanza, y en Argentina en la provincia de San Juan, fuera de una opción en el proyecto La Pepa, en Chile. Además, tiene dos centrales hidroeléctricas: Providencia I y Providencia III, en Anorí, Antioquia, Colombia, con las que se provee la energía eléctrica para las operaciones (Corredores Davivienda, 2020) en el país y su sede administrativa está en el municipio de Medellín, Antioquia, Colombia.

Tabla 5. Matriz DOFA de Mineros S. A.

| Fortalezas | Oportunidades |
|---|---|
| A lo largo de la historia, la rentabilidad de la compañía ha sido bastante alta, en comparación con otras compañías que | Un eventual listamiento en la bolsa de Toronto (Canadá) podría favorecer la liquidez de la acción |

desarrollan su actividad en los mismos países

La compañía cuenta con una amplia experiencia y una trayectoria positiva en materia de ejecución de proyectos y el manejo de comunidades

Su sistema eléctrico en Colombia es independiente (posee plantas para producir energía), lo que le permite que sus precios no sean tan volátiles

Debilidades

La minería es riesgosa por la incertidumbre regulatoria, los desafíos ambientales y sociales, cambio en los patrones de consumo, volatilidad de la tasa de cambio, precio del oro, entre otros

El crecimiento, producto de adquisiciones de operaciones existentes, puede llevar a que se presenten conflictos laborales o que las obligaciones laborales o pensionales sean muy significativas

La producción de la compañía está expuesta a factores como la producción artesanal, situación que se estima que disminuye el precio de la acción de la compañía en COP400

Los sindicatos de las compañías adquiridas tienen alto poder de negociación. Este tipo de industria exige

Tres nuevos proyectos: (Llanuras, Porvenir y Carbonatos Profundos), que se espera que le permitirán a la compañía estabilizar los niveles de producción

Mineros S. A. está asociada con empresas con amplia experiencia, lo que le posibilita desarrollar sinergias en las actividades de exploración y explotación y focalizar los recursos en los proyectos más viables

Amenazas

Existe un desajuste de la acción frente a sus fundamentales y el crecimiento inorgánico que ha presentado la empresa en los últimos años por medio de la inversión no se ha visto reflejado en el precio de la acción

Los países en los que la compañía concentra sus operaciones se consideran alta incertidumbre jurídica y con limitaciones en cuanto a regulación, lo que se convierte en un riesgo muy grande para la compañía; ejemplo de ello fue la demora en la obtención de algunos permisos ambientales en Colombia en 2019, que resultaron en la caída de la producción del 30% en el país

La caída de la demanda por parte de los consumidores finales, como las joyerías

un largo tiempo entre la inversión y la generación de flujo de caja en los proyectos producto de los cambios culturales de los países y las sociedades.

proyectos

Fuente: elaboración propia con base en Mineros S. A. (2020)

Productos y servicios:

Según los estados financieros la compañía en el año 2019 logró una producción total de 296.443 onzas de oro (41% más que en el año anterior), lo que evidenció un continuo crecimiento en el número de onzas producidas. Este incremento en producción fue considerable y reflejó las continuas inversiones y adquisiciones que ha hecho la organización, aunque aún está lejos del objetivo fijado de producir las 500.000 onzas de oro al año, como se relaciona a continuación:

Tabla 6. Producción de onzas de oro en 2019

| Producción | | 2019 | 2018 | Variación |
|------------|-------------|---------|---------|-----------|
| Colombia | Aluvial | 54.780 | 80.542 | -32% |
| | Subterránea | 16.168 | 17.379 | -7% |
| Nicaragua | | 128.164 | 109.305 | 17,3% |
| Hemco | | | | |
| Argentina | | 97.332 | 2.791 | 3,387% |
| Total | | 296.443 | 210.017 | 41% |

Fuente: elaboración propia con base en el informe financiero de 2019 de la empresa (Mineros S. A., s.f.a)

Además, según los estados financieros de la compañía reportados en el año 2019 (Mineros S. A., s.f.a), en los que se reportaron los segmentos de operación, se destaca que sus principales productos son el oro y la plata, que se operan en Colombia, Nicaragua y Argentina por varias filiales operativas de Mineros y que se venden en el exterior, como lo relaciona la figura 6.

Figura 6. Segmentos de producción

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.

| Descripción | Colombia | Nicaragua | Argentina |
|--|--|--|--|
| Productos y servicios | Venta oro y plata | Venta oro y plata | Venta oro y plata |
| Tipo de operaciones mineras | Operación de minería aluvial y subterráneas | Operación de minería subterráneas y minería artesanal | Minería a cielo abierto y subterráneas |
| Tipo de ventas | Exportación | Exportación | Exportación |
| Principales Compañías operativas pertenecientes al segmento | Mineros S.A. Mineros Aluvial S.A.S. Operadora Minera S.A.S. Negocios Agroforestales S.A.S. Compañía Minera de Ataco S.A.S. | HEMCO Nicaragua S.A. Vesubio Mining S.A. Rosita Mining S.A. Matusalén S.A | Minas Argentinas S.A. |

Fuente: informe financiero de 2019 de la empresa (Mineros S. A., s.f.a)

Estrategia:

Desde el año 2009, Mineros se ha puesto como meta llegar a producir 500.000 onzas por año y para lograrlo ha fortalecido su inversión en los últimos años con la perspectiva de centrarse en proyectos *greenfield* de exploración propia y riesgo compartido, en lo primordial en proyectos de tipo *brownfield* o en etapas avanzadas de exploración o de producción (Corredores Davivienda, 2020) y con fundamento por el buen comportamiento internacional del precio del oro. Un proyecto *greenfield* se refiere a su realización desde cero o a aquel existente que se cambia en su totalidad (Economía Nivel Usuario, 2013); por su parte, un proyecto *brownfield* es el que las instalaciones existentes se aumentan o se mejoran tras su adquisición por nuevos inversores (Economía Nivel Usuario, 2013).

Para lograr la meta propuesta por la compañía, ella ha realizado algunas transacciones con el fin de incrementar su producción, como la adquisición de la mina Gualcamayo en Argentina en octubre de 2018, la compra de Hemco Nicaragua S. A. en septiembre de 2017 y la venta de Operadora Minera S. A. S. en enero de 2020, con el fin de centrar sus operaciones en Colombia en la operación aluvial. Además, se ha propuesto:

el reto de reducir los costos de producción en Colombia, debido a la menor producción registrada y al alto componente fijo del costo de la producción

aluvial que durante 2019 se vio temporalmente afectado por demoras en el otorgamiento de algunos permisos ambientales. (Corredores Davivienda, 2020, p. 22)

Desarrollos:

Mineros se ha propuesto desarrollar tres nuevos proyectos denominados Llanuras, Porvenir y Carbonatos Profundos, que requerirán inversiones cercanas a los COP3 billones, que se pretende se financiarán, en lo fundamental, a través de la generación de recursos propios (Corredores Davivienda, 2020) y con los que podrá alcanzar niveles de producción hasta de 386.000 onzas.

Análisis de los competidores:

Se hizo indispensable considerar como competidores de la compañía Mineros S.A. a las empresas mineras multinacionales que atienden el mercado de los *commodities*. Entre los datos comparables que se obtuvieron de las firmas consideradas competidores se dispuso de la siguiente información.

Tabla 7. Competidores

| Nombre | Precio | Porcentaje de cambio | Capitalización del mercado | P/E precio beneficio | P/E FY1 | P/E FY2 | EV/ebitda TTM | EV/ebitda FY1 |
|---|--------|----------------------|----------------------------|----------------------|---------|---------|---------------|---------------|
| Mineros S. A. | 3,22k | 0,78% | 842,6B | 5,2 | -- | -- | 2,7 | -- |
| Highland Gold Mining (HGM) | 226,4 | 0,44% | 826,8M | 5,7 | 8,6 | 7,4 | 6 | 5,2 |
| Hochschild Mining PLC (HOCM) | 190,5 | -1,34% | 984,6M | 39,7 | 38,7 | 12,8 | 4,9 | 5,2 |
| Petropavlovsk PLC | 30,75 | -3,59% | 1,0B | 100,1 | 7,8 | 5,8 | 6 | 4,4 |
| Harmony Gold Mining Company Limited (HMY) | 5,99k | 1,64% | 32,6B | 13,9 | 16 | 5,1 | -- | 4,8 |
| Merdeka Copper Gold TBK PT (MDKA) | 1,36k | -1,45% | 29,7T | 31,1 | 23,6 | 23,6 | 10,4 | 10,6 |
| Northam Platinum Limited (NHM.JO) | 11,14k | -0,53% | 57,3B | 31 | 12,3 | 6,3 | 12,8 | 8,8 |
| Mínimo | | | | 5,2 | | | 2,7 | |

| | | |
|----------|-------|------|
| Promedio | 32,39 | 7,13 |
| Máximo | 100,1 | 12,8 |

| Nombre | Valor en libros | Rentabilidad por dividendos | ROE | Número de acciones en circulación | Ingresos | Dividendo | Beta |
|---|-----------------|-----------------------------|-------|-----------------------------------|-----------|-----------|-------|
| Mineros S. A. | 0,8 | -- | 16,7% | 261.687.402 | 1.651,18B | 5.36% | 0.42 |
| Highland Gold Mining (HGM) | 1,1 | 4,83% | 19,9% | 363.896.990 | 9,14M | 2,84% | 0,94 |
| Hochschild Mining PLC (HOCM) | 1,7 | 1,84% | 4,0% | 513.875.563 | 13,93M | 0,56% | 2,2 |
| Petropavlovsk PLC | 2 | -- | 4,4% | 3.955.788.773 | 9,6M | No aplica | -0,02 |
| Harmony Gold Mining Company Limited (HMY) | 1,4 | 0,00% | -5,5% | 603.142.706 | 643,39M | No aplica | 0,53 |
| Merdeka Copper Gold TBK PT (MDKA) | 4,1 | -- | 15,0% | 21.897.591.650 | 5.608,49B | No aplica | 0,51 |
| Northam Platinum Limited (NHM.JO) | 4,6 | 0,00% | 16,0% | 349.875.759 | 17,81B | No aplica | 1,9 |

Fuente: elaboración propia con base en Bloomberg Markets (s.f.)

Highland Gold Mining Limited: empresa de capital ruso, productora de oro, con dos centros de operación principales, uno en Rusia y otro en Asia Central; el día 30 de octubre de 2020 el valor de la acción era de USD299,60 y reportó ingresos por USD9,14 millones (Investing.com, 2010b).

Hochschild Mining PLC (HOCM): empresa británica con operaciones mineras de oro y plata en Perú, Chile y Argentina y sede principal en Londres. El día 30 de octubre de 2020 el valor de la acción era de USD220 y reportó ingresos por USD13,93 millones (Investing.com, 2020c).

Petropavlovsk PLC (POG): empresa minera con sede en Londres y operaciones en Rusia. El día 30 de octubre de 2020 el valor de la acción era de USD26,70 y reportó ingresos por USD9,6 millones (Investing.com, 2020f).

Harmony Gold Mining Company Limited (HMY): empresa dedicada a la minería de oro con operaciones en Sudáfrica y Papúa Nueva Guinea. El día 30 de octubre de 2020 el valor de la acción era de USD4,91 y reportó ingresos por 643,39 millones (Investing.com, 2020a).

Merdeka Copper Gold TBK PT (MDKA): empresa con sede y operaciones en Indonesia, dedicada a la minería de oro, cobre y plata. El día 30 de octubre de 2020 el valor de la acción era de USD1.830 y reportó ingresos por USD5.608,49 billones (Investing.com, 2020d)

Northam Platinum Limited (NHM.JO): empresa con sede en Johannesburgo, Sudáfrica, y operaciones en Sudáfrica, Europa, Japón, Asia y América del Norte. El día 30 de octubre de 2020 el valor de la acción era de ZAR346 y reportó ingresos por 17,81 billones (Investing.com, 2020e).

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

Mineros S. A. cuenta con una junta directiva conformada por nueve miembros. Como presidente de la compañía se encuentra el señor Andrés Restrepo Isaza, que es ingeniero de Producción de la Universidad EAFIT, su dirección ejecutiva cuenta con ocho miembros distribuidos de la siguiente manera: Adriana Cano, directora de Auditoría Interna, Ana Isabel Gaviria, secretaria general, Patricia Ospina, directora de Relación con Inversionistas, Ana María Bernal, directora de Comunicaciones Corporativas, Alan Wancier vicepresidente financiero y

administrativo, Eduardo Flores, vicepresidente de Desarrollo de Negocios Estratégicos de Argentina, Santiago Cardona, vicepresidente de Colombia, y Carlos Mario Gómez, vicepresidente de Nicaragua.

Se destaca que en la junta directiva hay miembros que laboran en las empresas del principal accionista, que es el Grupo Colpatría. A continuación, se relaciona los miembros de la junta directiva:

Tabla 8. Junta Directiva de Mineros S. A.

| Miembro | Educación | Cargo |
|---------------------------------|--|---|
| Eduardo Pacheco Cortés | Economista de la Universidad de los Andes, Colombia, y MBA de New York University | Presidente de Colpatría desde 1997 |
| José Fernando Llano Escandón | | Presidente de Capital Privado e Infraestructura en Mercantil Colpatría |
| Luis Santiago Perdomo Maldonado | Graduado en Administración Empresarial de CESA | Presidente del Banco Colpatría- Grupo Scotiabank desde 1999 |
| Dieter W. Jentsch | Graduado de University of Toronto, Rotman School of Management | Miembro del Comité de Asesoría Externa de la Superintendencia de Instituciones Financieras en Toronto |
| Juan Carlos Páez Ayala | Ingeniero Civil de la Universidad de los Andes, con Especialización en Finanzas y Maestría en Administración | Vicepresidente Ejecutivo de Corficolombiana S. A. |
| Alberto Hernández Mejía | BSc en Ingeniería de Universidad de Princeton y MBA de Wharton School | Presidente de GH Capital Management desde 1990 |
| Beatriz Orrantia | Graduada de York University Osgoode Hall Law School (Canadá) y Universidad del Rosario (Colombia) | Es abogada certificada en Colombia y Canadá |
| Mónica Jiménez | Graduada de abogada en la Universidad de los Andes | Abogada con experiencia en Derecho en Colombia y Canadá |

Sergio Restrepo Isaza Graduado de Administración de Socio en Exponencial Banca de Inversión
Negocios de la Universidad EAFIT Ejecutivo financiero estratégico con más
de 27 años de experiencia

Fuente: elaboración propia con base en Mineros S. A. (s.f.c)

Se destaca que en las políticas de control interno de la organización se cuenta con una política de elección, desempeño y remuneración de la junta directiva, que fue aprobada por la asamblea general de accionistas el 3 de abril de 2020 en su reunión ordinaria. Esto se ha aplicado los lineamientos de recomendación del código país.

El valor de la remuneración es fijo y es aprobado por la asamblea, se aplica al número total de reuniones de la junta o de los comités de apoyo a los que asista cada miembro, y este valor se paga en igual de condiciones a todos los miembros de junta, con excepción del presidente de la junta directiva, quien podrá recibir una remuneración superior si así lo estipula la asamblea y en consideración a sus responsabilidades.

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

El número total de accionistas de Mineros con corte el 31 de diciembre de 2019 era de 1.498. El número total de acciones ordinarias era de 317.906.252 y el de las que estaban en circulación de la sociedad era de 261.687.402. Los principales accionistas de Mineros son:

Tabla 9. Principales accionistas de Mineros S. A.

| Accionista | Número de acciones | Porcentaje de participación |
|---|--------------------|-----------------------------|
| Banderato Colombia S. A. S. | 46.325.781 | 17,70 |
| Vince Business Colombia S. A. S. | 31.744.486 | 12,13 |
| Corporación Financiera Colombiana S. A. | 22.350.263 | 8,54 |
| Inversiones MAGA S. A. | 15.065.540 | 5,76 |

| | | |
|---|-------------|-------|
| Negocios y Representaciones S. A. S. | 9.073.129 | 3,47 |
| Vásquez Merchán y Cía. S. C. A. | 8.550.676 | 3,27 |
| Fondos de Pensiones Obligatorias Colfondos Moderado | 6.715.244 | 2,57 |
| Fondo Bursátil Ishares Colcap | 6.428.038 | 2,46 |
| Inversiones Monreal S. A. S. | 6.389.712 | 2,44 |
| Fondos de Pensiones Obligatorias Porvenir Moderado | 5.448.957 | 2,08 |
| Compañía de Inversiones Colpatría S. A. | 5.107.676 | 1,95 |
| Mejía Hernández Eduardo | 3.900.000 | 1,49 |
| Mejía Hernández Olga | 3.712.682 | 1,42 |
| Inversiones Paestum S. A. S. | 3.194.855 | 1,22 |
| Moreno Echavarría Alfonso | 3.194.855 | 1,22 |
| Mejía Hernández Julia Elvira | 2.854.514 | 1,09 |
| Fundación Sofia Perez de Soto | 2.588.528 | 0,99 |
| Otros accionistas minoritarios | 79.042.466 | 30,20 |
| Total | 261.687.402 | 100 |

Fuente: elaboración propia con base en Mineros S. A. (2020)

Como se evidencia, los dos principales accionistas son el Grupo Colpatría, con una participación del 31,78%, y la Corporación Financiera Colombiana, con el 8,54%.

1. Liquidez accionaria

Para analizar la liquidez accionaria se acudió a la información reportada por la Superintendencia Financiera de Colombia, con base en el índice de bursatilidad accionaria que se publica cada mes, y se tomaron los cortes de fin de año para los periodos 2011 a 2019, con lo que se determinó que la acción de Mineros es de bursatilidad media y se ha sostenido así en los últimos nueve años. Ver tabla 10.

Tabla 10. Índice de bursatilidad accionaria

| Período | Clasificación | Valor del indicador |
|---------|---------------|---------------------|
| 2011 | Media | 6,056 |

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.

| | | |
|------|-------|-------|
| 2012 | Media | 6,789 |
| 2013 | Media | 6,895 |
| 2014 | Media | 6,121 |
| 2015 | Media | 5,772 |
| 2016 | Media | 6,041 |
| 2017 | Media | 6,163 |
| 2018 | Media | 5,487 |
| 2019 | Media | 7,31 |

Fuente: elaboración propia con base en Superintendencia Financiera de Colombia (s.f.a)

De igual manera, el valor de la capitalización bursátil con corte el 18 de junio de 2020 fue de COP855.717.804.540.

2. Libre flotación: ¿cuántas acciones se negocian en BVC?

Durante el año 2019 no se emitieron ni se readquirieron acciones. No obstante, la compañía cuenta con 56.218.850 acciones readquiridas. En este sentido, el total de las acciones ordinarias que tiene Mineros es de 317.906.252 y las acciones en circulación son 261.687.402.

Tabla 11. Composición accionaria

| Descripción | Número de acciones |
|-------------------------------|--------------------|
| Acciones ordinarias | 317.906.252 |
| Acciones en tesorería | 56.218.850 |
| Total acciones en circulación | 261.687.402 |

Fuente: elaboración propia con base en los estados financieros con corte el 31 de diciembre de 2019 (Mineros S. A., s.f.c)

Es de anotar que la empresa cuenta con un capital autorizado de 400.000.000 acciones, lo que indicó que la diferencia entre el capital autorizado y el que está en circulación son acciones que tiene la compañía en su propiedad y, por lo tanto, todos los derechos inherentes a ellas quedaron en suspenso porque así lo definió el Código de Comercio en su artículo 396.

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.

3. Política de dividendos

Tabla 12. Dividendo por acción y por año

| Período | Valor (COP) | Porcentaje de crecimiento |
|---------|-------------|---------------------------|
| 2016 | 132 | |
| 2017 | 142 | 7.58% |
| 2018 | 156 | 9.86% |
| 2019 | 174 | 11.54% |
| 2020 | 193 | 10.92% |

Fuente: elaboración propia con base en Mineros S. A. (s.f.d)

La empresa, de acuerdo con los históricos, ha repartido dividendos en efectivo con modalidad de pagos trimestrales. Se observó que desde el año 2016 se viene entregando un dividendo cada día mayor, con crecimiento en el último año del 10,92% respecto al entregado en el año 2018. Ver tabla 12. De acuerdo con las proyecciones de crecimiento que tiene la compañía, este dividendo puede sostenerse o crecer, de conformidad con las necesidades de capital que se requieran en los nuevos proyectos que se están desarrollando.

RIESGOS DE INVERSIÓN

- **Riesgo de mercado (alto)**

Mineros, “por su actividad económica, vende oro en el mercado internacional de metales preciosos, estas ventas representan cerca del 95% de los ingresos operacionales de la Compañía” (Mineros S. A., s.f.a., p. 67), con corte el 31 de diciembre de 2019. En este sentido, este riesgo se tipificó de alto por la alta volatilidad que tiene el precio del oro, que está fluctuando de manera permanente, lo que pone en riesgo la rentabilidad de la empresa.

- **Riesgo de tipo de cambio (alto)**

Los ingresos operacionales de la empresa Mineros S. A. provienen de la exportación de oro y se pagan pagados en dólares estadounidenses, por lo que la exposición a las variaciones del tipo de cambio es alta. De acuerdo con esto, la empresa gestiona sus riesgos mediante la utilización de instrumentos financieros derivados a través de los que puede asegurar tasas de cambio futuras que no dependan de la volatilidad del mercado. De igual manera, se observó cómo la empresa tiene operaciones en otras monedas, por lo que una porción de sus riesgos se cubre de manera natural.

- **Riesgo de escasez de recursos naturales (medio)**

Es el riesgo más común en las empresas que dependen de los recursos naturales porque poseen una vida útil finita. Es así como Mineros ha realizado en los últimos años una serie de cambios importantes en sus fuentes de producción por medio de adquisiciones de empresas, no solo nacionales, sino internacionales, de modo que ha tenido un crecimiento orgánico en su estructura desde 1974, que fue la fecha de adquisición de Mineros por inversionistas colombianos y hasta la fecha actual.

Mineros en la actualidad desarrolla, o planea desarrollar en los próximos años, nuevos proyectos (Llanuras en Colombia, Porvenir y Luna Roja en Nicaragua, DCP en Argentina y La Pepa en Chile), que requerirán inversiones que, de acuerdo con lo decidido en la última asamblea general de accionistas, se estima que “serán financiados principalmente a través de generación de recursos propios. Esto le permitirá a la compañía estabilizar los niveles de producción de operaciones como las de Argentina, Colombia” (Corredores Davivienda, 2020, p. 4), Nicaragua y Chile con el fin de alcanzar niveles de producción mejores que los actuales y con posibilidad de alcanzar la mega de 500.000 onzas de oro, que fue definida por la compañía hace más de una década.

- **Riesgo operativo (bajo)**

Como se refleja en sus estados financieros, unos de los riesgos asociados con la operación es la protección de sus activos; es así como cada año, entre las

reservas que se aprueban en la asamblea general de accionistas, se incluye la destinada a la protección de activos, que se debe a que en Colombia la empresa tiene su proceso productivo en zonas de alto conflicto armado, lo que hace que tenga que invertir en la seguridad de sus instalaciones y de sus empleados.

- **Riesgo financiero (bajo)**

Este tipo de riesgo la empresa lo minimiza con un adecuado cumplimiento de la política de cartera, que para el caso es de 30 días. En cuanto a sus inversiones, la empresa tiene como política invertir sus excedentes de liquidez en entidades financieras internacionales con calificaciones mínimas de A- y nacionales en emisores que tengan calificación no inferior a AA. En relación con sus obligaciones financieras, Mineros cuenta con un nivel de endeudamiento bajo, lo que beneficia los márgenes de rentabilidad. Fuera de lo anterior, lleva a cabo la gestión de sus flujos de caja por medio de contrastes con sus presupuestos y con las proyecciones de maduración de sus obligaciones financieras con el fin de atender las necesidades de liquidez y así poder cumplir sus responsabilidades.

- **Riesgo de procesos internos (bajo)**

Con el fin de minimizar los riesgos en los procesos internos, la compañía Mineros cuenta con la certificación ISO 14001 (normas en medio ambiente), OHSAS 18001 (seguridad y salud en el trabajo) para su operación en Colombia y Argentina y canceló, durante el año 2019, la certificación en el sistema de gestión de la calidad (ISO 9001). Por su parte, queda pendiente la certificación de su operación en Nicaragua, que ya cuenta con un avance importante en la implementación de las prácticas.

- **Riesgo sindical (medio)**

En la operación que tiene Mineros en Colombia en la seccional el Bagre, se cuenta con el sindicato adscrito a Sintramienergética. La empresa minimiza este

riesgo por medio de la negociación de la convención colectiva de trabajo cada dos años; durante el año 2019 se renovó hasta 2021.

- **Riesgo legal o de regulación (medio)**

Uno de los riesgos a los que se enfrenta la empresa es la falta de aprobación de las licencias de ambientales. Es así como la empresa en las diferentes regiones donde opera realiza las debidas gestiones con las autoridades ambientales generando a la vez mejoras en los ambientes donde opera como actividad de responsabilidad social dentro de las comunidades en donde desarrolla su actividad.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

Proyección de las variables de los estados financieros

Para proyectar el crecimiento de la gran mayoría de las variables de los estados financieros se utilizaron algunos modelos estadísticos, que permitieron estimar el comportamiento futuro de cada rubro con base en el comportamiento histórico de cada una de ellas.

1) Rubros de la operación

Estimación de ingresos

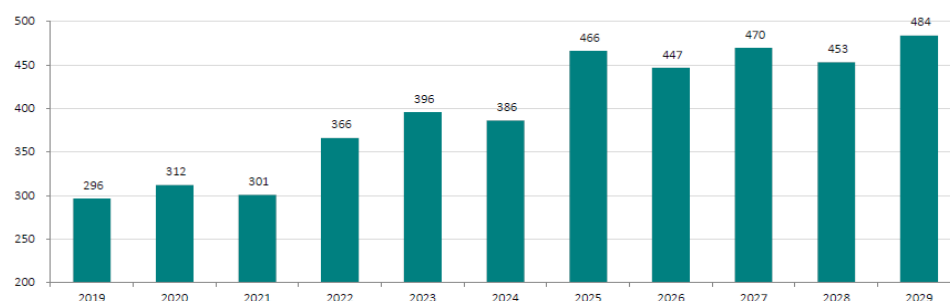
Debido a los planes de expansión estratégica, a las adquisiciones recientes de la empresa y a desinversiones en activos no tan rentables, se estima un incremento bastante considerable en la producción y en los ingresos, la empresa proyecta su producción con una tendencia bastante creciente, sobre todo en los siguientes cinco años, para de 296.000 onzas de oro en el año 2019 a 466.000 onzas en 2025 y de ahí en adelante se proyecta la producción constante hasta llegar al año 2029 con 484.000 onzas de oro (ver figura 7). La producción del año 2019 registró un incremento del 40% con respecto a la de 2018 (296.000

versus 210.000 onzas), debido, en lo fundamental, a la entrada en operación de la mina en Argentina; si se analiza la producción total desde el punto de vista del país, se evidencia que la de Colombia equivale al 24%, la de Nicaragua al 43% y la de Argentina al 33% y se puede observar que la operación no es tan fuerte en el primero de ellos; además, no se tiene previsto expandir sus operaciones puesto que en él está desinvirtiendo en operaciones, como la venta de la operación subterránea, porque implicaba mayores costos y, por ende, menores rendimientos. De igual manera, la proyección de los ingresos se hizo al tener como base las reservas que en la actualidad se encuentran certificadas, con corte el 31 de diciembre de 2018, lo que implicó que los escenarios fuesen muy conservadores, lo que puede cambiar, para efectos de mejora en los indicadores, la nueva certificación de recursos que saldrá a finales del año 2020 y que reafirma el potencial que tiene la empresa en alcanzar la mega de 500.000 onzas por año. En este mismo sentido, el hecho de empezar a cotizar en la bolsa de Toronto la obliga a estar en una producción por encima de lo que en el presente se produce, lo que garantiza que con las proyecciones que se tienen, y, fuera de ello, con el nuevo reporte de reservas, que es uno de los requisitos que se encuentra pendiente por cumplir para listarse en dicha bolsa.

Figura 7. Producción estimada de 2019 a 2029

Producción estimada - 10 años

Producción – 000's oz AuEq



Fuente: informe financiero del año 2019 de la empresa (Mineros S. A, s.f.a)

A partir de la proyección estimada de la producción, que se basó en la certificación de reservas con corte en el final de 2018, se estimó un incremento

en los ingresos con tendencia creciente; en algunos períodos, de igual manera se sustentó en la inversión en capex que ha venido haciendo la empresa los últimos años con miras a llegar a la producción objetivo de 500.000 onzas de oro anuales, todo ello, además, apoyado por un buen comportamiento del precio del oro y de la TRM, por lo que, para seguir la tendencia reportada en los últimos períodos, se proyectó el incremento en los ingresos y, por ende, en la rentabilidad de la compañía para los siguientes años. Ver figura 8.

Figura 8. Ingresos ordinarios



Fuente: elaboración propia con base en informe financiero del año 2019 de la empresa (Mineros S. A, s.f.a)

La caída en el valor de los ingresos en el año 2026 se debió, en lo primordial, a la culminación de algunos proyectos que terminan su vida útil y que, en el caso de no reemplazarse con proyectos nuevos que en la actualidad están en proceso de exploración, conducirían a que su producción disminuyera en un 4%, pero, como se precisó en líneas anteriores, para la valoración no se tuvo en cuenta la nueva certificación que esta próxima a salir y que, de acuerdo con lo que adujo, su presidente, el señor Andrés Restrepo, la empresa se encuentra a la espera de que las nuevas reservas aumentarán en un porcentaje considerable. Por otra parte, el valor de los ingresos se vio influenciado por la proyección de la TRM y del precio del oro, que tienen gran incidencia en los resultados de la compañía. Fue así como se determinó el precio de la TRM mediante un modelo estadístico que se desarrolló en el software Matlab, al que se le ingresó el valor histórico del dólar, desde el año 1993 hasta el 13 de octubre de 2020, con un total de 10.549

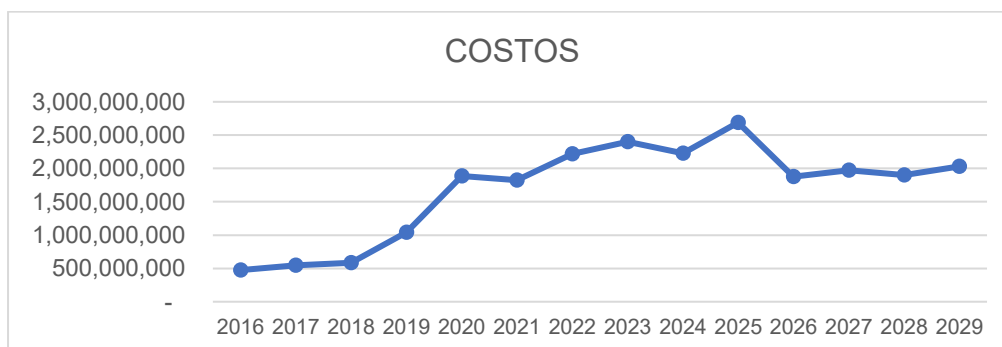
datos.

Con los datos se pudo construir un intervalo de confianza con dos desviaciones estándar que fue: límite inferior: 3.922,0848 y límite superior: 3.938,12. Por tanto, se puede decir que el intervalo de confianza para medias estuvo entre 3.922,0848 y 3.938,12 y, en consecuencia, el valor de la TRM dentro de un año, si se siguiese una ecuación estocástica, estaría representado por dichos valores.

Costo de venta

Los costos se proyectaron con base en el promedio histórico de la participación que tuvieron frente a los ingresos operacionales, que fue del 77,06%. El menor valor de los costos en el año 2026 se debió, en lo primordial, a la disminución en las reservas que se tendrá para dicho año, producto de la terminación de la vida útil de algunos de sus proyectos, lo que se reflejó en una disminución en sus ingresos y, por ende, en sus costos.

Figura 9. Costos reales entre 2016 y 2019 y estimados entre 2020 y 2029



Fuente: elaboración propia con base en informe financiero del año 2019 de la empresa (Mineros S. A, s.f.a)

Gastos operacionales

Este rubro incluyó los gastos de administración, los de los beneficios a los empleados, los servicios de mantenimiento, los honorarios por certificación de reservas y otros. Este rubro tuvo una tendencia alcista debido a que, de acuerdo

con la inversión en capex en los próximos años, los activos que se van a adquirir necesitan mantenimientos; además, a medida que crece la operación, se requieren recertificaciones cada dos años para garantizar el potencial de producción que se proyecta en la empresa y este rubro es bastante costoso para ella.

Figura 10. Gastos de administración reales entre 2016 y 2019 y estimados entre 2020 y 2019



Fuente: elaboración propia con base en informe financiero del año 2019 de la empresa (Mineros S. A, s.f.a)

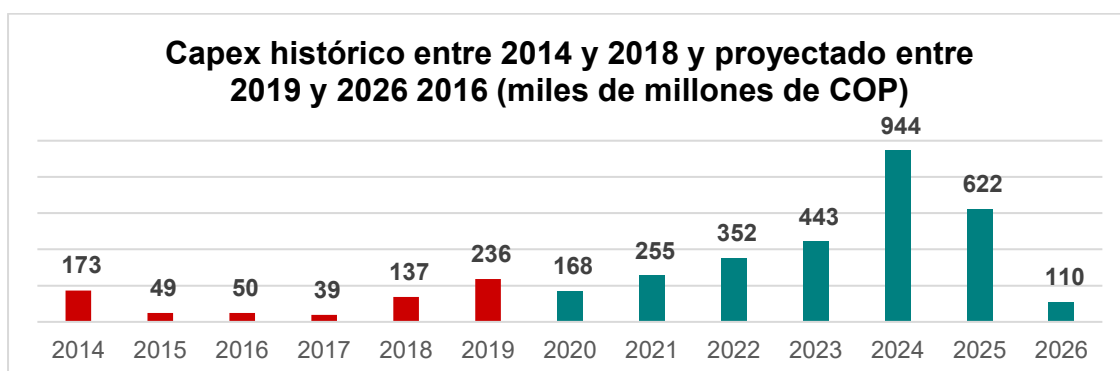
2) Rubros de inversión

Inversión en capital

Las inversiones contribuyen a las estrategias de crecimiento y enfoque de incremento de la rentabilidad que se ha propuesto como meta la compañía, por lo que las inversiones que se proyectan en capex serán muy significativas, al pasar en el año 2019 de COP137 miles de millones a COP944 miles de millones en el año 2024, que equivale a un incremento del 589% anual, con el que se prevé hacer inversiones muy grandes para llegar a su tope de inversión en las distintas fases y fuentes de extracción para lograr sus objetivos; además, con apoyo en el buen comportamiento que ha tenido el precio del oro y con el fin de ampliar su base de recursos a una escala regional diversificada por el método de la extracción (Corredores Davivienda, 2020. p. 22).

Durante 2019, la inversión en Colombia fue de COP52.426 millones, en Nicaragua de USD19 millones y en Argentina de USD22,4 millones (informe financiero de 2019 de la empresa; Mineros S. A., s.f.a), la gran mayoría financiadas con recursos propios y todas con miras a incrementar la producción y llegar a su meta planteada de 500 mil onzas de oro anuales.

Figura 11. Capex histórico entre 2014 y 2018 y proyectado entre 2019 y 2026 (miles de millones de COP)



Fuente: elaboración propia con base en el informe financiero del año 2019 de la empresa (Mineros S. A., s.f.a) y Corredores Davivienda (2020)

KTNO (capital de trabajo neto operativo)

Para Mineros, las exigencias de capital de trabajo están determinadas, en lo primordial, por las cuentas por cobrar, los inventarios, los impuestos y el efectivo y los equivalentes de efectivo, que cuales se proyectaron con el fin de mantener los niveles y el comportamiento que ha tenido la compañía a lo largo de la historia. Lo referente a proveedores y acreedores operativos tiene gran importancia en el capital requerido puesto que, de acuerdo con las variables históricas de la empresa, se ha tenido una rotación de cartera, en promedio, de 30 días y una rotación de cuentas por pagar de 60 días.

Tabla 13. Inversiones en capital de trabajo (proyecciones entre 2020 y 2019)

| Cifras en miles de COP | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 |
|------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|

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.

| | | | | | | | | | | | | |
|---|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|----------------------|--------------------|---------------------|--------------------|----------------------|--------------------|--|
| Efectivo y equivalentes | | | | | | | | | | | | |
| de efectivo | 62.416.012 | 115.939.076 | 173.668.641 | 158.469.662 | 262.830.900 | 185.625.792 | 219.710.707 | 255.285.545 | 294.528.059 | 336.346.177 | 179.190.735 | |
| Inventarios | 207.821.313 | 214.004.122 | 223.044.036 | 250.461.921 | 268.130.100 | 284.384.953 | 304.049.760 | 326.908.605 | 347.423.441 | 368.900.650 | 191.843.898 | |
| Deudores | | | | | | | | | | | | |
| comerciales | 68.847.335 | 81.934.488 | 77.128.219 | 91.970.316 | 99.508.866 | 98.088.929 | 118.418.241 | 113.590.029 | 119.434.706 | 115.114.727 | 22.992.336 | |
| Impuestos | | | | | | | | | | | | |
| corrientes | 100.889.747 | 208.095.632 | 200.989.393 | 244.672.808 | 265.031.494 | 245.743.079 | 296.592.728 | 206.805.116 | 217.544.577 | 209.770.863 | 124.227.458 | |
| Otros | | | | | | | | | | | | |
| deudores de | | | | | | | | | | | | |
| corto plazo | 10.310.641 | 18.702.032 | 18.063.378 | 21.989.307 | 23.818.989 | 22.085.495 | 26.655.469 | 18.586.050 | 19.551.230 | 18.852.589 | 20.151.836 | |
| Capital de trabajo | 450.285.048 | 638.675.349 | 692.893.668 | 767.564.013 | 919.320.349 | 835.928.247 | 965.426.905 | 921.175.346 | 998.482.014 | 1.048.985.006 | 138.406.263 | |
| Capital de trabajo marginal t | 450.285.048 | 188.390.301 | 54.218.319 | 74.670.345 | 151.756.336 | (83.392.102) | 129.498.658 | (44.251.559) | 77.306.668 | 50.502.992 | 89.421.257 | |
| Proveedores | 126.772.157 | 147.894.587 | 170.413.171 | 190.482.833 | 201.465.493 | 206.738.239 | 197.011.249 | 171.773.451 | 137.298.455 | 101.009.389 | 67.640.367 | |
| Cuentas por pagar | 48.414.589 | 58.967.412 | 74.312.412 | 91.141.350 | 103.604.729 | 115.152.358 | 120.155.288 | 114.965.560 | 100.870.499 | 81.949.749 | 60.926.168 | |
| Otros pasivos | | | | | | | | | | | | |
| corrientes | | | | | | | | | | | | |
| operativos | 76.848.278 | 99.348.363 | 123.616.994 | 151.422.242 | 180.562.065 | 209.766.050 | 236.631.983 | 260.088.404 | 277.998.484 | 289.204.094 | 192.747.066 | |
| Pasivos operativos | 252.035.024 | 306.210.363 | 368.342.578 | 433.046.425 | 485.632.288 | 531.656.647 | 553.798.519 | 546.827.416 | 516.167.437 | 472.163.232 | 121.313.601 | |
| Capital de trabajo neto | 198.250.024 | 332.464.986 | 324.551.091 | 334.517.587 | 433.688.061 | 304.271.600 | 411.628.385 | 374.347.930 | 482.314.577 | 576.821.774 | 17.092.662 | |
| Capital de trabajo neto marginal t | 198.250.024 | 134.214.962 | (7.913.896) | 9.966.497 | 99.170.474 | (129.416.461) | 107.356.785 | (37.280.455) | 107.966.647 | 94.507.198 | 40.270.888 | |

Fuente: elaboración propia a partir de proyecciones financieras

Financiación

Estructura de capital

En su historia la empresa ha tenido un apalancamiento financiero en promedio en los últimos cuatro años del 26%, que se debe a la capacidad de caja que tiene la compañía para hacer sus inversiones con recursos propios, lo que se constató con las inversiones del año 2019, que sumaron COP188.100 millones y que fueron financiadas con recursos propios. De acuerdo con ello, se mantuvo una

estructura de financiación con bajo nivel de deuda, es decir, similar a la del cierre de 2019, puesto que la estrategia de Mineros es reinvertir sus excedentes de caja y mantener un bajo endeudamiento con el fin de tener capacidad financiera para las inversiones que se harán en los años 2024 y 2025, que son los años históricos en el nivel de capex que requerirá la empresa y porque en parte se financiará con recursos propios y el resto con recursos de entidades financieras.

Tabla 14. Estructura estimada de capital entre 2020 y 2029

| Relación | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Porcentaje | | | | | | | | | | |
| de deuda | 20,53 | 19,19 | 17,63 | 19,55 | 28,57 | 27,82 | 11,96 | 13,08 | 16,88 | 21,21 |
| Porcentaje | | | | | | | | | | |
| de | | | | | | | | | | |
| patrimonio | 79,47 | 80,81 | 82,37 | 80,45 | 71,43 | 72,18 | 88,04 | 86,92 | 83,12 | 78,79 |

Fuente: elaboración propia a partir de proyecciones financieras

3) Tasa impositiva

La estructura fiscal del país, el marco regulatorio y la pluralidad de operaciones hacen que Mineros sea sujeto pasivo de impuestos, tasas y contribuciones de los órdenes nacional y territorial. Son obligaciones que se liquidan en favor de la Nación, los departamentos, los entes municipales y demás sujetos activos, una vez se cumplan las condiciones previstas en las correspondientes normas expedidas. (Mineros S. A., 2019, p. 47). De esta manera se evidenció que, en algunos períodos, la empresa ha tenido tasas de impuestos variables en un rango de 0% a 45% en los últimos años, con una tasa promedio de impuesto a la renta del 26 % de la utilidad antes de impuestos. Dada esta información, se hizo la proyección con el impuesto a la renta definido en la última reforma tributaria, en la que los porcentajes se definieron así: 32 % en 2020, 31 % en 2021 y 30 % a partir del año gravable 2022 (Mineros S. A., 2019).

BEN GRAHAM DIAL

Se realizó análisis fundamental basado en la teoría de Ben Graham Dial, con el fin de evaluar una vez más, si la acción de Mineros es buena oportunidad de inversión, el cual consiste en evaluar 8 criterios y determinar si la acción es atractiva para invertir, a continuación se exponen los criterios con sus respectivos resultados:

Criterio 1: E/P mayor a 2x el yield de los bonos del tesoro a 10 años.

Se cumple, dado que E/P (Relación precio-beneficio) siempre es mayor al rendimiento de los bonos del tesoro a 10 años.

Criterio 2: P/E ratio de un valor igual o inferior a la mitad del valor del P/E ratio más alto de la acción en los últimos 5 años.

No cumple, porque el P/E ratio no es inferior a la mitad del P/E más alto en los últimos 5 años.

Criterio 3: Un dividend yield igual a la mitad del yield de un bono del tesoro a 10 años.

No cumple, porque el rendimiento del dividendo es mucho mayor.

Criterio 4: Un precio de la acción de valor igual o inferior 1.5x el valor en libros de la acción.

Cumple, Siempre se cumple que el precio de la acción es menor a 1.5x el valor en libros.

Criterio 5: Deuda total menor al valor en libros del equity.

Cumple, La deuda total es menor al valor en libros del equity.

Criterio 6: Razón de corriente de 2 o más.

No cumple, La razón corriente es menor a 2.

Criterio 7: Crecimiento de los ingresos igual o superior a un 7% en los últimos 5 años.

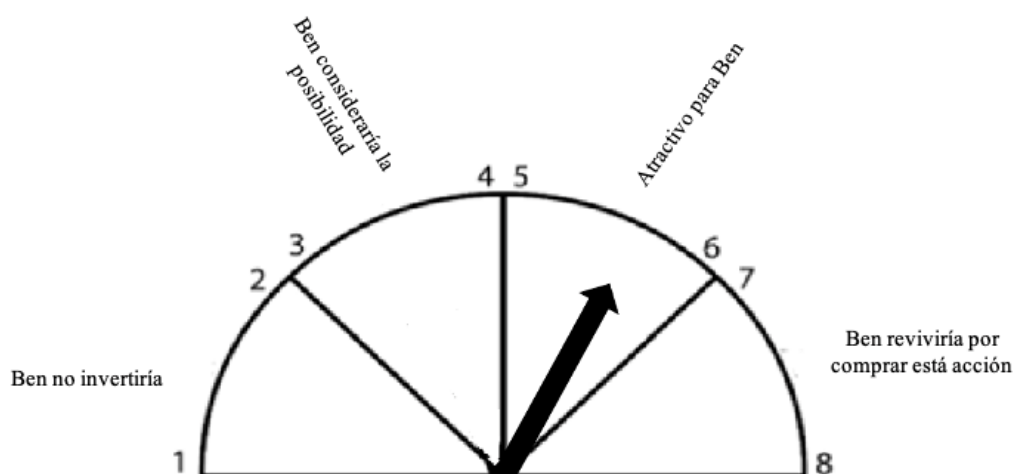
Cumple, El promedio de crecimiento es superior al 7% durante los últimos 5 años, sólo en el año 2018 se evidencia un poco menor, pero ésta disminución se explica en la transformación que vivió la compañía al desinvertir en procesos no tan rentables como la minería a cielo abierto y por la demora en los permisos ambientales por parte de los entes de control.

Criterio 8: Estabilidad en el crecimiento de las ganancias.

Cumple, Se evidencia que en los últimos cinco años el crecimiento de las ganancias es estable, permitiéndole a la compañía repartir mayores dividendos y continuar con su estrategia de invertir en procesos más rentables.

En conclusión, de los 8 criterios propuestos por Ben Graham Dial, Mineros cumple 5 de ellos, por tanto, se puede decir que invertir en Mineros S.A sería atractivo para Ben, como lo relaciona la figura 12

Figura 12. Fundamentales de BEN GRAHAM DIAL



Fuente: elaboración propia con base teoría de BEN GRAHAM DIAL

Fuentes de información confiables

Bloomberg (s.f.). *Andrés Restrepo Isaza. CEO, Exec Dir, Mineros S. A.*

Bloomberg. <https://www.bloomberg.com/profile/person/16668018>

Bloomberg Markets (s.f.). *Bloomberg markets.* Bloomberg.

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

Board of Governors of Federal Reserve System (2020, 24 de septiembre).

Selected interest rates (daily)-H.15. Board of Governors of Federal

Reserve System. <https://www.federalreserve.gov/releases/h15/>

Bolsa de Valores de Colombia (BVC) (2020). *Bolsa de Valores de Colombia.*

BVC. <http://www.bvc.com.co>

Corredores Davivienda (2020, 20 de febrero). *Mineros.* Davivienda Corredores.

[https://www.daviviendacorredores.com/wp-](https://www.daviviendacorredores.com/wp-content/uploads/2020/02/20022020-Mineros-Inicio-de-Cobertura-P.O.-2020.pdf)

[content/uploads/2020/02/20022020-Mineros-Inicio-de-Cobertura-P.O.-2020.pdf](https://www.daviviendacorredores.com/wp-content/uploads/2020/02/20022020-Mineros-Inicio-de-Cobertura-P.O.-2020.pdf)

Damodaran, A. (2020, 24 de septiembre). *Damodaran online.* Damodaran.

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Economía Nivel Usuario (2013, 7 de agosto). *¿Qué es un proyecto greenfield?*

¿Y brownfield? Economía Nivel Usuario.

<https://economianivelusuario.com/2013/08/07/que-es-un-proyecto-greenfield-y-un-proyecto-brownfield/>

Finra (2020, 24 de septiembre). *Bonds.* Finra. [http://finra-](http://finra-markets.morningstar.com/BondCenter/Results.jsp)

[markets.morningstar.com/BondCenter/Results.jsp](http://finra-markets.morningstar.com/BondCenter/Results.jsp)

Investing.com. (2020a, 23 de octubre). *Harmony Gold Mining Company Limited*

(HMY). Investing.com. <https://es.investing.com/equities/harmony-gold-mng-chart>

Investing.com (2020b, 23 de octubre). *Highland Gold Mining (HGM).*

Investing.com. <https://es.investing.com/equities/highland-gold-mining-ltd-chart>

Investing.com (2020c, 23 de octubre). *Hoschild Mining PLC (HOCM).*

Investing.com. <https://es.investing.com/equities/hochschild-min>

- Investing.com. (2020d, 23 de octubre). *Merdeka Copper Gold TBK PT (MDKA)*. Investing.com. <https://es.investing.com/equities/merdeka-copper-gold-tbk-pt-chart>
- Investing.com. (2020e, 23 de octubre). *Northam (NHMJ)*. Investing.com. <https://es.investing.com/equities/northam-chart>
- Investing.com. (2020f, 23 de octubre). *Petropavlovsk PLC*. Investing.com. <https://es.investing.com/equities/petropavlovsk-chart>
- Mineros S. A. (2013, 30 de julio). *Boletines de prensa. Hechos ocurridos en la mina La Ye*. Mineros S. A. <https://mineros.com.co/es/Boletines/mineros-sa-hechos-ocurridos-en-mina-la-ye>
- Mineros S. A. (2017a, 6 de junio). *Boletines de prensa. Mineros S. A. adquiere el 10,9% de la minera canadiense Quia Resources Inc*. Mineros S. A. <https://mineros.com.co/es/Boletines/mineros-sa-adquiere-el-109-de-la-minera-canadiense-quia-resources-inc>
- Mineros S. A. (2017b, 29 de septiembre). *Boletines de prensa. Mineros S. A. - Mineros adquiere participación mayoritaria en Hemco Nicaragua S. A.* Mineros S. A. <https://mineros.com.co/es/Boletines/mineros-sa-mineros-adquiere-participaci243n-mayoritaria-en-hemco-nicaragua-sa-1>
- Mineros S. A. (2018, 26 de octubre). *Boletines de prensa. Mineros S. A. cierra la adquisición de la mina Gualcamayo en Argentina*. <https://mineros.com.co/Boletines/mineros-sa-cierra-la-adquisici243n-de-la-mina-gualcamayo-en-argentina>
- Mineros S. A. (2019a, 6 de septiembre). *Boletines de prensa. Filial de Mineros S. A. en Nicaragua forma alianza estratégica*. Mineros S. A. <https://mineros.com.co/es/Boletines/filial-de-mineros-sa-en-nicaragua-firma-alianza-estrat233gica>
- Mineros S. A. (2019b, 23 de diciembre). *Boletines de prensa. Mineros S. A. anuncia firma de carta de intención con Royal Road Minerals para exploración minera en Colombia*. Mineros S. A.

<https://mineros.com.co/es/Boletines/mineros-sa-anuncia-firma-de-carta-de-intenci243n-con-royal-road-minerals-para-exploraci243n-minera-en-colombia>

Mineros S. A. (2020, 20 de enero). *Boletines de prensa. Enajenación de bienes.*

Mineros S. A. <https://mineros.com.co/es/Boletines/enajenaci243n-de-bienes>

Mineros S. A. (s.f.a). *Inversionistas. Información financiera. Información sobre pago de dividendos.* Mineros S. A.

<https://mineros.com.co/es/Inversionistas/Informaci%C3%B3n-Financiera>

Mineros S. A. (s.f.a). *Inversionistas. Información financiera. Información sobre 25 principales accionistas.* Mineros S. A.

<https://mineros.com.co/es/Inversionistas/Informaci%C3%B3n-Financiera>

Mineros (s.f.b). *Inversionistas. Junta directiva.* Mineros S. A.

<https://mineros.com.co/es/Inversionistas/Junta-Directiva>

Mineros S. A. (s.f.c). *Nosotros. Política de gestión integral.* Mineros S. A.

<https://mineros.com.co/es/Nosotros/Sistema-de-Gesti%C3%B3n-Integral>

Mineros (s.f.c). *Nosotros. Quiénes somos.* Mineros S.A.

<https://mineros.com.co/es/Nosotros/Qui%C3%A9nes-Somos>

Mineros (s.f.d). *Inversionsitas. Dividendos.* Mineros S.A.

<https://mineros.com.co/es/Inversionistas/Dividendos>

Pereyra Terra, M. (2008, 10 de octubre). *Valoración de empresas: una revisión de los métodos actuales* (documento de trabajo nro. 41). Universidad ORT Uruguay.

<https://dspace.ort.edu.uy/bitstream/handle/20.500.11968/2806/documentodetrabajo41.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

| ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA HISTÓRICO | | | | | |
|--|--------------------|--------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| INFORMACIÓN HISTÓRICA CONSOLIDADA EL 31 DE DICIEMBRE | | | | | |
| CIFRAS EN MILES DE PESOS | | | | | |
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
| Efectivo y equivalentes de efectivo | 12.642.669 | 19.971.774 | 54.112.623 | 79.951.827 | 62.416.012 |
| Inventarios | 7.675.891 | 13.489.228 | 31.556.497 | 191.424.018 | 207.821.313 |
| Deudores comerciales | 4.145.976 | 2.839.849 | 9.949.739 | 37.710.459 | 68.847.335 |
| Impuestos corrientes | 17.805.697 | 12.364.822 | 10.723.992 | 99.101.829 | 100.889.747 |
| Operaciones de cobertura | 20.593.743 | 12.764.922 | 8.261.053 | 4.983.991 | 11.530.585 |
| Otros deudores de corto plazo | 6.722.753 | 2.164.742 | 6.107.158 | 5.837.328 | 10.310.641 |
| Otras cuentas por cobrar | 22.828.834 | 17.169.479 | 3.200.029 | 5.342.956 | 5.534.693 |
| Activos financieros negociables | 28.580.398 | 25.158.148 | 30.445.496 | 11.318.981 | 3.520.125 |
| Total de activos corrientes | 120.997.976 | 105.924.980 | 154.358.604 | 435.673.407 | 470.872.470 |
| Propiedad, planta y equipo, bruto | 604.649.558 | 629.725.848 | 690.617.045 | 941.515.741 | 1.090.521.710 |
| Depreciación acumulada | 71.786.075 | 114.597.702 | 153.032.502 | 217.437.943 | 299.302.309 |
| Activos fijos neto | 532.863.483 | 515.128.146 | 537.584.543 | 724.077.798 | 791.219.401 |
| Activos intangibles | 19.784.001 | 31.852.152 | 164.897.081 | 64.214.662 | 83.724.960 |
| Crédito mercantil | 160.867.658 | 146.096.092 | 4.032.235 | - | - |
| Inventario de materiales | 72.363.682 | 73.198.768 | 52.369.197 | 68.404.078 | 77.110.269 |
| Otras cuentas por cobrar de largo plazo | 7.976.507 | 7.436.751 | 9.410.004 | 9.657.058 | 8.119.410 |
| Propiedades de inversión | 5.661.450 | 5.978.491 | 6.223.012 | 7.926.380 | 8.379.316 |
| Instrumentos financieros patrimoniales | 2.838.503 | 2.638.503 | 2.583.142 | - | - |
| Activos biológicos y otros de largo plazo | 45.148.761 | 67.508.399 | 70.243.583 | 143.681.990 | 173.648.002 |
| Activos totales | 968.502.021 | 955.762.282 | 1.001.701.401 | 1.453.635.373 | 1.613.073.828 |
| Proveedores | 8.401.206 | 14.029.282 | 26.591.536 | 125.401.809 | 126.772.157 |
| Cuentas por pagar | 30.896.260 | 33.245.723 | 7.756.720 | 48.317.297 | 48.414.589 |
| Otros pasivos corrientes operativos | 11.768.363 | 35.680.080 | 34.070.912 | 58.806.621 | 76.848.278 |
| Operaciones de cobertura | 8.663.284 | 4.207.344 | 5.255.386 | 11.395.992 | 2.049.911 |
| Otros pasivos no operativos | 8.893.982 | 9.770.373 | 10.516.069 | 11.473.839 | 12.618.482 |
| Pasivos financieros de corto plazo | 64.097.789 | 21.807.288 | 17.711.826 | 64.615.003 | 79.568.593 |

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.

| | | | | | |
|--|--------------------|--------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Total de pasivos corrientes | 132.720.884 | 118.740.090 | 101.902.449 | 320.010.561 | 346.272.010 |
| Pasivos financieros de largo plazo | 187.291.515 | 143.423.570 | 126.398.004 | 160.952.561 | 191.945.996 |
| Otros pasivos de largo plazo | 17.864.495 | 22.406.024 | 29.435.569 | 76.708.493 | 93.150.056 |
| Acreedores varios | 45.260.935 | 55.066.214 | 64.656.417 | 55.795.948 | 55.722.678 |
| Total de pasivos de largo plazo | 250.416.945 | 220.895.808 | 220.489.990 | 293.457.002 | 340.818.730 |
| Pasivos totales | 383.137.829 | 339.635.898 | 322.392.439 | 613.467.563 | 687.090.740 |
| Capital | 158.953 | 158.953 | 158.953 | 158.953 | 158.953 |
| Ganancias retenidas | 585.203.224 | 615.965.415 | 679.147.992 | 840.006.839 | 925.822.116 |
| Patrimonio | 585.362.177 | 616.124.368 | 679.306.945 | 840.165.792 | 925.981.069 |
| PASIVOS Y PATRIMONIO | 968.500.006 | 955.760.266 | 1.001.699.384 | 1.453.633.355 | 1.613.071.809 |

| ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA PROYECTADO | | | | | | | | | | |
|--|--------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| INFORMACIÓN CONSOLIDADA EL 31 DE DICIEMBRE | | | | | | | | | | |
| CIFRAS EN MILES DE PESOS | | | | | | | | | | |
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 |
| Efectivo y equivalentes de | | | | | | | | | | |
| efectivo | 115.939.076 | 173.668.641 | 158.469.662 | 262.830.900 | 185.625.792 | 219.710.707 | 255.285.545 | 294.528.059 | 336.346.177 | 379.190.735 |
| Inventarios | 214.004.122 | 223.044.036 | 250.461.921 | 268.130.100 | 284.384.953 | 304.049.760 | 326.908.605 | 347.423.441 | 368.900.650 | 391.843.898 |
| Deudores comerciales | 81.934.488 | 77.128.219 | 91.970.316 | 99.508.866 | 98.088.929 | 118.418.241 | 113.590.029 | 119.434.706 | 115.114.727 | 122.992.336 |
| Impuestos corrientes | 208.095.632 | 200.989.393 | 244.672.808 | 265.031.494 | 245.743.079 | 296.592.728 | 206.805.116 | 217.544.577 | 209.770.863 | 224.227.458 |
| Operaciones de cobertura | 20.914.836 | 20.200.618 | 24.591.058 | 26.637.226 | 24.698.627 | 29.809.316 | 20.785.132 | 21.864.511 | 21.083.207 | 22.536.180 |
| Otros deudores de corto | | | | | | | | | | |
| plazo | 18.702.032 | 18.063.378 | 21.989.307 | 23.818.989 | 22.085.495 | 26.655.469 | 18.586.050 | 19.551.230 | 18.852.589 | 20.151.836 |
| Otras cuentas por cobrar | 5.874.606 | 6.314.062 | 6.727.494 | 7.056.918 | 7.472.454 | 7.978.746 | 8.443.496 | 8.914.123 | 9.412.590 | 9.922.175 |
| Activos financieros | | | | | | | | | | |
| negociables | 2.637.925 | 1.796.374 | 995.644 | 607.528 | 413.381 | 271.788 | 177.605 | 120.522 | 83.601 | 58.164 |
| Total activos corrientes | 668.102.716 | 721.204.723 | 799.878.209 | 953.622.022 | 868.512.709 | 1.003.486.754 | 950.581.578 | 1.029.381.171 | 1.079.564.404 | 1.170.922.782 |
| Propiedad, planta y | | | | | | | | | | |
| equipo, bruto | 1.316.131.001 | 1.571.131.001 | 1.923.131.001 | 2.366.131.001 | 3.310.131.001 | 3.932.131.001 | 4.042.131.001 | 4.091.131.001 | 4.141.131.001 | 4.180.131.001 |
| Depreciación acumulada | 458.756.158 | 556.164.076 | 721.578.119 | 971.828.143 | 1.330.131.031 | 1.820.536.451 | 2.392.442.355 | 2.517.072.653 | 2.591.836.191 | 2.674.165.928 |
| Activos fijos neto | 857.374.843 | 1.014.966.925 | 1.201.552.882 | 1.394.302.858 | 1.979.999.970 | 2.111.594.550 | 1.649.688.646 | 1.574.058.348 | 1.549.294.810 | 1.505.965.073 |
| Activos intangibles | 94.140.142 | 101.056.898 | 106.576.573 | 112.270.095 | 117.788.158 | 124.725.427 | 133.330.250 | 142.742.675 | 152.805.804 | 163.893.072 |
| Crédito mercantil | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Inventario de materiales | 79.404.346 | 82.758.526 | 92.931.691 | 99.487.314 | 105.518.534 | 112.814.987 | 121.296.560 | 128.908.410 | 136.877.339 | 145.390.229 |
| Otras cuentas por cobrar | | | | | | | | | | |
| de largo plazo | 8.127.211 | 8.046.497 | 7.929.930 | 7.835.927 | 7.758.280 | 7.643.669 | 7.531.729 | 7.440.557 | 7.350.831 | 7.261.763 |
| Propiedades de inversión | 7.768.352 | 7.157.388 | 6.546.424 | 5.935.460 | 5.324.496 | 4.713.532 | 4.102.568 | 3.491.604 | 2.880.640 | 2.269.676 |
| Instrumentos financieros | | | | | | | | | | |
| patrimoniales | 82.400 | 82.400 | 82.400 | 82.400 | 82.400 | 82.400 | 82.400 | 82.400 | 82.400 | 82.400 |
| Activos biológicos y otros | | | | | | | | | | |
| de largo plazo | 183.093.197 | 195.682.651 | 208.394.219 | 220.418.561 | 232.928.723 | 246.304.446 | 259.736.863 | 273.286.000 | 287.216.501 | 301.469.742 |

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.

| | | | | | | | | | | |
|-----------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Activos totales | 1.898.093.207 | 2.130.956.009 | 2.423.892.329 | 2.793.954.637 | 3.317.913.271 | 3.611.365.766 | 3.126.350.595 | 3.159.391.164 | 3.216.072.729 | 3.297.254.737 |
| Pasivos requeridos | | | | | 325.077.923 | 440.561.490 | 27.523.631 | 129.101.859 | 287.987.573 | 480.595.715 |
| Proveedores | 147.894.587 | 170.413.171 | 190.482.833 | 201.465.493 | 206.738.239 | 197.011.249 | 171.773.451 | 137.298.455 | 101.009.389 | 67.640.367 |
| | 58.967.412 | 74.312.412 | 91.141.350 | 103.604.729 | 115.152.358 | 120.155.288 | 114.965.560 | 100.870.499 | 81.949.749 | 60.926.168 |
| Otros pasivos corrientes | | | | | | | | | | |
| operativos | 99.348.363 | 123.616.994 | 151.422.242 | 180.562.065 | 209.766.050 | 236.631.983 | 260.088.404 | 277.998.484 | 289.204.094 | 292.747.066 |
| Operaciones de cobertura | 2.229.331 | 2.595.189 | 2.949.772 | 2.598.499 | 2.798.555 | 2.961.976 | 3.061.141 | 3.090.893 | 3.226.443 | 3.332.245 |
| Otros pasivos no | | | | | | | | | | |
| operativos | 49.550.237 | 54.411.231 | 59.463.922 | 64.879.969 | 70.404.516 | 76.379.573 | 82.610.758 | 89.139.441 | 95.934.030 | 95.934.030 |
| Pasivos financieros de | | | | | | | | | | |
| corto plazo | 83.493.609 | 87.532.219 | 92.227.977 | 120.326.431 | 120.375.497 | 102.747.252 | 74.774.185 | 55.043.060 | 40.163.456 | 24.033.641 |
| Total de pasivos | | | | | | | | | | |
| corrientes | 441.483.540 | 512.881.218 | 587.688.096 | 673.437.187 | 1.050.313.139 | 1.176.448.810 | 734.797.130 | 792.542.692 | 899.474.734 | 1.025.209.232 |
| Pasivos financieros de | | | | | | | | | | |
| largo plazo | 201.414.444 | 211.156.920 | 222.484.654 | 290.267.502 | 290.385.865 | 247.860.656 | 180.380.283 | 132.782.228 | 96.887.657 | 57.977.161 |
| Otros pasivos de largo | | | | | | | | | | |
| plazo | 93.150.056 | 88.492.553 | 84.067.926 | 79.864.529 | 75.871.303 | 72.077.738 | 68.473.851 | 65.050.158 | 61.797.650 | 58.707.768 |
| Acreedores varios | 59.245.350 | 60.407.141 | 59.472.195 | 60.528.965 | 61.729.465 | 62.273.876 | 62.710.929 | 63.512.924 | 64.216.262 | 64.795.727 |
| Tota de pasivos de | | | | | | | | | | |
| largo plazo | 353.809.849 | 360.056.615 | 366.024.775 | 430.660.997 | 427.986.633 | 382.212.270 | 311.565.063 | 261.345.310 | 222.901.569 | 181.480.656 |
| Total pasivos | 795.293.389 | 872.937.833 | 953.712.871 | 1.104.098.184 | 1.478.299.772 | 1.558.661.080 | 1.046.362.193 | 1.053.888.002 | 1.122.376.303 | 1.206.689.887 |
| Capital | 158.953 | 158.953 | 158.953 | 158.953 | 158.953 | 158.953 | 158.953 | 158.953 | 158.953 | 158.953 |
| Ganancias retenidas | 1.102.640.865 | 1.257.859.223 | 1.470.020.505 | 1.689.697.500 | 1.839.454.546 | 2.052.545.733 | 2.079.829.449 | 2.105.344.209 | 2.093.537.473 | 2.090.405.896 |
| Patrimonio | 1.102.799.818 | 1.258.018.176 | 1.470.179.458 | 1.689.856.453 | 1.839.613.499 | 2.052.704.686 | 2.079.988.402 | 2.105.503.162 | 2.093.696.426 | 2.090.564.849 |
| Pasivos y patrimonio | 1.898.093.207 | 2.130.956.009 | 2.423.892.329 | 2.793.954.637 | 3.317.913.271 | 3.611.365.766 | 3.126.350.595 | 3.159.391.164 | 3.216.072.729 | 3.297.254.737 |

ESTADO DE RESULTADOS HISTÓRICO
INFORMACIÓN CONSOLIDADA EL 31 DE DICIEMBRE
CIFRAS EN MILES DE PESOS

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|----------------------|
| INGRESOS DE ACTIVIDADES ORDINARIAS | 583.405.408 | 686.924.268 | 790.514.263 | 805.053.242 | 1.349.711.373 |
| INGRESOS NETOS | 583.405.408 | 686.924.268 | 790.514.263 | 805.053.242 | 1.349.711.373 |
| COSTO DE VENTAS Y DE OPERACIÓN | 413.899.966 | 474.607.287 | 546.484.631 | 582.911.668 | 1.040.076.243 |
| UTILIDAD BRUTA | 169.505.442 | 212.316.981 | 244.029.632 | 222.141.574 | 309.635.130 |
| GASTOS DE ADMINISTRACIÓN | 18.545.628 | 23.104.057 | 25.157.261 | 28.916.605 | 36.850.310 |
| UTILIDAD DE OPERACIÓN | 150.959.814 | 189.212.924 | 218.872.371 | 193.224.969 | 272.784.820 |
| OTROS INGRESOS | 19.272.308 | 22.635.313 | 12.323.991 | 26.360.944 | 3.277.835 |
| INGRESOS FINANCIEROS | 4.080.626 | 10.313.537 | 8.588.977 | 5.437.671 | 4.517.389 |
| OTROS EGRESOS | 25.208.624 | 41.737.558 | 38.424.121 | 101.208.580 | 68.839.847 |
| DIFERENCIA EN CAMBIO NETA | 16.228.304 | 1.152.293 | 2.173.134 | (4.736.772) | 13.615.654 |
| GASTO DE INTERÉS (INGRESO) SOBRE PASIVOS FINANCIEROS INICIALES | 38.021.802 | 17.672.681 | 15.252.042 | 12.526.739 | 25.145.228 |
| UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS | 94.854.018 | 161.599.242 | 183.936.042 | 116.025.037 | 172.979.315 |
| IMPUESTOS | 19.236.206 | 72.743.112 | 66.255.581 | (343.637) | 49.844.130 |
| UTILIDAD NETA DEL PERÍODO | 75.617.812 | 88.856.130 | 117.680.461 | 116.368.674 | 123.135.185 |
| OTRO RESULTADO INTEGRAL | 15.273.055 | (3.962.995) | (7.716.754) | 14.928.980 | 10.755.931 |
| RESULTADO INTEGRAL TOTAL DEL PERÍODO | 90.890.867 | 84.893.135 | 109.963.707 | 131.297.654 | 133.891.116 |
| DIVIDENDOS | 31.402.488 | 33.208.131 | 37.055.188 | 40.823.235 | 45.533.608 |
| GANANCIAS RETENIDAS | 59.488.379 | 51.685.004 | 72.908.519 | 90.474.419 | 88.357.508 |
| OTRAS VARIACIONES DEL PATRIMONIO | (24.618.796) | (20.922.813) | (9.725.942) | 18.006.413 | (2.542.231) |

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.

| ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO | | | | | | | | | | |
|--|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| INFORMACIÓN CONSOLIDADA EL 31 DE DICIEMBRE | | | | | | | | | | |
| CIFRAS EN MILES DE PESOS | | | | | | | | | | |
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 |
| INGRESOS DE ACTIVIDADES | | | | | | | | | | |
| ORDINARIAS | 2.448.183.901 | 2.364.581.099 | 2.878.503.620 | 3.118.017.578 | 2.891.095.045 | 3.489.326.214 | 2.433.001.367 | 2.559.347.963 | 2.467.892.502 | 2.637.970.095 |
| INGRESOS NETOS | 2.448.183.901 | 2.364.581.099 | 2.878.503.620 | 3.118.017.578 | 2.891.095.045 | 3.489.326.214 | 2.433.001.367 | 2.559.347.963 | 2.467.892.502 | 2.637.970.095 |
| COSTO DE VENTAS Y DE OPERACIÓN | 1.886.549.943 | 1.822.126.326 | 2.218.150.703 | 2.402.718.146 | 2.227.853.549 | 2.688.845.461 | 1.874.850.410 | 1.972.212.035 | 1901737225 | 2.032.797.590 |
| UTILIDAD BRUTA | 561.633.958 | 542.454.773 | 660.352.917 | 715.299.432 | 663.241.496 | 800.480.753 | 558.150.957 | 587.135.928 | 566.155.277 | 605.172.506 |
| GASTOS DE ADMINISTRACIÓN | 60.604.834 | 70.081.635 | 82.285.250 | 97.003.072 | 112.000.045 | 129.181.759 | 148.916.184 | 170.877.568 | 194810379.5 | 221.504.417 |
| UTILIDAD DE OPERACIÓN | 501.029.124 | 472.373.137 | 578.067.667 | 618.296.360 | 551.241.451 | 671.298.994 | 409.234.773 | 416.258.360 | 371.344.897 | 383.668.089 |
| OTROS INGRESOS | 4.218.427 | 4.924.383 | 6.290.968 | 6.790.641 | 7.347.266 | 8.512.174 | 8.616.471 | 9.917.603 | 11110585.93 | 12.400.155 |
| INGRESOS FINANCIEROS | 4.233.612 | 3.873.094 | 3.638.704 | 3.436.079 | 3.179.772 | 2.945.534 | 2.756.231 | 2.585.960 | 2429928.55 | 2.288.932 |
| OTROS EGRESOS | 123.911.725 | 134.340.906 | 149.665.013 | 165.931.529 | 183.881.969 | 198.994.049 | 209.413.031 | 217.447.428 | 223769991.6 | 227.381.414 |
| DIFERENCIA EN CAMBIO NETA | 24.951.297 | 24.099.237 | 29.337.011 | 31.778.079 | 29.465.340 | 35.562.367 | 24.796.560 | 26.084.254 | 25152162.08 | 26.885.552 |
| GASTO DE INTERÉS | 27.722.573 | 18.919.473 | 20.959.311 | 24.303.522 | 33.904.664 | 34.670.630 | 29.405.777 | 21.438.525 | 15.781.409 | 11.515.274 |
| UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS | 332.895.569 | 303.810.999 | 388.036.005 | 406.509.949 | 314.516.517 | 413.529.657 | 156.992.106 | 163.791.716 | 120.181.848 | 132.574.935 |
| IMPUESTOS | 106.526.582 | 94.181.410 | 116.410.802 | 121.952.985 | 94.354.955 | 124.058.897 | 47.097.632 | 49.137.515 | 36054554.5 | 39.772.480 |
| UTILIDAD NETA DEL PERÍODO | 226.368.987 | 209.629.589 | 271.625.204 | 284.556.964 | 220.161.562 | 289.470.760 | 109.894.475 | 114.654.201 | 84.127.294 | 92.802.454 |
| DIVIDENDOS | 49.550.237 | 54.411.231 | 59.463.922 | 64.879.969 | 70.404.516 | 76.379.573 | 82.610.758 | 89.139.441 | 95.934.030 | 95.934.030 |
| GANANCIAS RETENIDAS | 176.818.749 | 155.218.358 | 212.161.282 | 219.676.995 | 149.757.046 | 213.091.187 | 27.283.716 | 25.514.760 | -11.806.737 | -3.131.576 |

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.

| FLUJO DE EFECTIVO POR EL MÉTODO INDIRECTO | 2015-2014 | 2016-2015 | 2017-2016 | 2018-2017 | 2019-2018 |
|---|---------------------|----------------------|---------------------|----------------------|----------------------|
| Utilidad neta | 90.890.867 | 84.893.135 | 109.963.707 | 131.297.654 | 133.891.116 |
| (+/-) Partidas que no son salidas de efectivo | 36.786.601 | 42.811.627 | 38.434.800 | 64.405.441 | 81.864.366 |
| (+)Depreciaciones | 36.786.601 | 42.811.627 | 38.434.800 | 64.405.441 | 81.864.366 |
| Cambios en capital de trabajo | (18.605.857) | 37.380.932 | (42.014.662) | (111.629.689) | (34.286.105) |
| INVENTARIOS | (1.778.857) | (5.813.337) | (18.067.269) | (159.867.521) | (16.397.295) |
| DEUDORES COMERCIALES | (1.310.212) | 1.306.127 | (7.109.890) | (27.760.720) | (31.136.876) |
| IMPUESTOS CORRIENTES | (8.194.678) | 5.440.875 | 1.640.830 | (88.377.837) | (1.787.918) |
| OTROS DEUDORES DE CORTO PLAZO | (2.677.951) | 4.558.011 | (3.942.416) | 269.830 | (4.473.313) |
| PROVEEDORES | (6.232.106) | 5.628.076 | 12.562.254 | 98.810.273 | 1.370.348 |
| CUENTAS POR PAGAR | 12.025.403 | 2.349.463 | (25.489.003) | 40.560.577 | 97.292 |
| OTROS PASIVOS CORRIENTES OPERATIVOS | (10.437.456) | 23.911.717 | (1.609.168) | 24.735.709 | 18.041.657 |
| FLUJO DE CAJA DE LA OPERACIÓN | 109.071.611 | 165.085.694 | 106.383.845 | 84.073.406 | 181.469.377 |
| FLUJO DE CAJA DE LA INVERSIÓN | (61.518.293) | (28.234.458) | (22.754.324) | (214.763.960) | (205.043.233) |
| OPERACIONES DE COBERTURA | (16.107.165) | 7.828.821 | 4.503.869 | 3.277.062 | (6.546.594) |
| OTRAS CUENTAS POR COBRAR | (4.208.416) | 5.659.355 | 13.969.450 | (2.142.927) | (191.737) |
| ACTIVOS FINANCIEROS NEGOCIABLES | 17.233.555 | 3.422.250 | (5.287.348) | 19.126.515 | 7.798.856 |
| PROPIEDAD, PLANTA Y EQUIPO, BRUTO | (83.817.533) | (25.076.290) | (60.891.197) | (250.898.696) | (149.005.969) |
| ACTIVOS INTANGIBLES | 75.147.313 | (12.068.151) | (133.044.929) | 100.682.419 | (19.510.298) |
| CRÉDITO MERCANTIL | 5.382.390 | 14.771.566 | 142.063.857 | 4.032.235 | - |
| INVENTARIO DE MATERIALES | (16.155.644) | (835.086) | 20.829.571 | (16.034.881) | (8.706.191) |
| OTRAS CUENTAS POR COBRAR DE LARGO PLAZO | (541.253) | 539.756 | (1.973.253) | (247.054) | 1.537.648 |
| PROPIEDADES DE INVERSIÓN | (1.513.350) | (317.041) | (244.521) | (1.703.368) | (452.936) |
| INSTRUMENTOS FINANCIEROS PATRIMONIALES | (45.000) | 200.000 | 55.361 | 2.583.142 | - |
| ACTIVOS BIOLÓGICOS Y OTROS DE LARGO PLAZO | (36.893.190) | (22.359.638) | (2.735.184) | (73.438.407) | (29.966.012) |
| FLUJO DE CAJA DE FINANCIACIÓN | (44.226.804) | (129.522.131) | (49.488.672) | 156.529.758 | 6.038.041 |
| OPERACIONES DE COBERTURA | 4.953.770 | (4.455.940) | 1.048.042 | 6.140.606 | (9.346.081) |
| OTROS PASIVOS NO OPERATIVOS | 99.568 | 876.391 | 745.696 | 957.770 | 1.144.643 |

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.

| | | | | | |
|------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|---------------------|
| PASIVOS FINANCIEROS DE CORTO PLAZO | 7.055.378 | (42.290.501) | (4.095.462) | 46.903.177 | 14.953.590 |
| PASIVOS FINANCIEROS DE LARGO PLAZO | 5.774.397 | (43.867.945) | (17.025.566) | 34.554.557 | 30.993.435 |
| OTROS PASIVOS DE LARGO PLAZO | 7.143.453 | 4.541.529 | 7.029.545 | 47.272.924 | 16.441.563 |
| ACREEDORES VARIOS | (37.850.882) | (11.117.534) | (135.739) | 61.523.959 | (2.615.501) |
| DIVIDENDOS PAGADOS | (31.402.488) | (33.208.131) | (37.055.188) | (40.823.235) | (45.533.608) |
| (+/-) CAMBIO EN EFECTIVO | 3.326.514 | 7.329.105 | 34.140.849 | 25.839.204 | (17.535.815) |
| EFECTIVO INICIAL | 9.316.155 | 12.642.669 | 19.971.774 | 54.112.623 | 79.951.827 |
| (+/-) CAMBIO EN EFECTIVO | 3,326,514 | 7,329,105 | 34,140,849 | 25,839,204 | (17,535,815) |
| EFECTIVO FINAL | 12,642,669 | 19,971,774 | 54,112,623 | 79,951,827 | 62,416,012 |

| FLUJO DE EFECTIVO POR EL MÉTODO INDIRECTO | 2020-2019 | 2021-2020 | 2022-2021 | 2023-2022 | 2024-2023 | 2025-2024 | 2026-2025 | 2027-2026 | 2028-2027 | 2029-2028 |
|---|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|---------------------|---------------------|--------------------|
| Utilidad neta | 226.368.987 | 209.629.589 | 271.625.204 | 284.556.964 | 220.161.562 | 289.470.760 | 109.894.475 | 114.654.201 | 84.127.294 | 92.802.454 |
| (+/-) Partidas que no son salidas de efectivo | 159.453.849 | 97.407.918 | 165.414.043 | 250.250.024 | 358.302.888 | 490.405.421 | 571.905.904 | 124.630.298 | 74.763.538 | 82.329.737 |
| (+)Depreciaciones | 159.453.849 | 97.407.918 | 165.414.043 | 250.250.024 | 358.302.888 | 490.405.421 | 571.905.904 | 124.630.298 | 74.763.538 | 82.329.737 |
| Cambios en capital de trabajo | (80.691.898) | 65.643.461 | (25.165.477) | 5.190.765 | 52.211.353 | (73.271.870) | 72.855.294 | (68.724.133) | (52.689.079) | 97.426.330) |
| Inventarios | (6.182.809) | (9.039.915) | (27.417.885) | (17.668.179) | (16.254.854) | (19.664.807) | 22.858.845) | (20.514.837) | (21.477.209) | 22.943.248) |
| Deudores comerciales | (13.087.153) | 4.806.268 | (14.842.096) | (7.538.550) | 1.419.937 | (20.329.312) | 4.828.212 | (5.844.677) | 4.319.979 | (7.877.608) |
| Impuestos corrientes | (107.205.885) | 7.106.238 | (43.683.414) | (20.358.686) | 19.288.415 | (50.849.649) | 89.787.612 | (10.739.461) | 7.773.714 | 14.456.595) |
| Otros deudores de corto plazo | (8.391.391) | 638.654 | (3.925.929) | (1.829.682) | 1.733.494 | (4.569.975) | 8.069.419 | (965.180) | 698.642 | (1.299.247) |
| Proveedores | 21.122.430 | 22.518.584 | 20.069.661 | 10.982.661 | 5.272.746 | (9.726.991) | (25.237.798) | (34.474.996) | (36.289.065) | 33.369.022) |
| Cuentas por pagar | 10.552.823 | 15.345.000 | 16.828.938 | 12.463.379 | 11.547.628 | 5.002.930 | (5.189.727) | 14.095.061) | (18.920.750) | 21.023.581) |
| Otros pasivos corrientes operativos | 22.500.085 | 24.268.631 | 27.805.249 | 29.139.823 | 29.203.985 | 26.865.933 | 23.456.421 | 17.910.079 | 11.205.610 | 3.542.972) |
| FLUJO DE CAJA DE LA OPERACIÓN | 305.130.937 | 372.680.968 | 411.873.770 | 539.997.754 | 630.675.802 | 706.604.310 | 754.655.672 | 170.560.367 | 106.201.752 | 77.705.861 |
| FLUJO DE CAJA DE LA INVERSIÓN | (256.084.946) | (276.052.400) | (383.680.019) | (468.555.996) | (965.653.623) | (654.359.258) | (131.142.292) | (80.364.199) | (80.942.111) | 74.090.488) |
| Operaciones de cobertura | (9.384.251) | 714.219 | (4.390.440) | (2.046.168) | 1.938.599 | (5.110.689) | 9.024.184 | (1.079.379) | 781.304 | (1.452.973) |
| Otras cuentas por cobrar | (339.913) | (439.457) | (413.432) | (329.424) | (415.536) | (506.291) | (464.750) | (470.627) | (498.467) | (509.585) |
| Activos financieros negociables | 882.200 | 841.550 | 800.730 | 388.116 | 194.147 | 141.593 | 94.183 | 57.083 | 36.921 | 25.437 |
| Propiedad, planta y equipo, bruto | (225.609.291) | (255.000.000) | 352.000.000) | (443.000.000) | (944.000.000) | (622.000.000) | (110.000.000) | (49.000.000) | (50.000.000) | 39.000.000) |
| Activos intangibles | (10.415.182) | (6.916.756) | (5.519.675) | (5.693.522) | (5.518.062) | (6.937.269) | (8.604.823) | (9.412.425) | (10.063.129) | 11.087.267) |
| Crédito mercantil | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Inventario de materiales | (2.294.077) | (3.354.181) | (10.173.165) | (6.555.622) | (6.031.220) | (7.296.453) | (8.481.573) | (7.611.850) | (7.968.929) | (8.512.890) |
| Otras cuentas por cobrar de largo plazo | (7.801) | 80.714 | 116.567 | 94.003 | 77.647 | 114.611 | 111.940 | 91.172 | 89.726 | 89.068 |
| Propiedades de inversión | 610.964 | 610.964 | 610.964 | 610.964 | 610.964 | 610.964 | 610.964 | 610.964 | 610.964 | 610.964 |
| Instrumentos financieros patrimoniales | (82.400) | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Activos biológicos y otros de largo plazo | (9.445.195) | (12.589.455) | (12.711.568) | (12.024.342) | (12.510.162) | (13.375.723) | (13.432.416) | 13.549.137) | (13.930.501) | 14.253.241) |
| FLUJO DE CAJA DE FINANCIACIÓN | 4.477.073 | (38.899.002) | (43.392.731) | 32.919.481 | 257.772.712 | (18.160.137) | (587.938.542) | (50.953.654) | 16.558.476 | 39.229.185 |
| Operaciones de cobertura | 179.420 | 365.859 | 354.583 | (351.273) | 200.056 | 163.421 | 99.164 | 29.752 | 135.549 | 105.802 |

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.

| | | | | | | | | | | |
|------------------------------------|--------------------|--------------------|---------------------|--------------------|---------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Otros pasivos no operativos | 36.931.755 | 4.860.994 | 5.052.690 | 5.416.047 | 5.524.547 | 5.975.057 | 6.231.185 | 6.528.683 | 6.794.589 | - |
| Pasivos financieros de corto plazo | 3.925.016 | 4.038.611 | 4.695.758 | 28.098.454 | 49.066 | (17.628.245) | (27.973.068) | (19.731.124) | (14.879.605) | 16.129.815 |
| Pasivos financieros de largo plazo | 9.468.448 | 9.742.477 | 11.327.734 | 67.782.847 | 118.364 | (42.525.210) | (67.480.373) | (47.598.055) | (35.894.571) | 38.910.496 |
| Otros pasivos de largo plazo | - | (4.657.503) | (4.424.628) | (4.203.396) | (3.993.226) | (3.793.565) | (3.603.887) | (3.423.693) | (3.252.508) | (3.089.883) |
| Acreedores varios | 3.522.672 | 1.161.792 | (934.947) | 1.056.771 | 326.278.422 | 116.027.979 | (412.600.806) | 102.380.223 | 159.589.052 | 193.187.606 |
| Dividendos pagados | (49.550.237) | (54.411.231) | (59.463.922) | (64.879.969) | (70.404.516) | (76.379.573) | (82.610.758) | 89.139.441) | (95.934.030) | 95.934.030) |
| (+/-) CAMBIO EN EFECTIVO | 53.523.064 | 57.729.565 | (15.198.980) | 104.361.239 | (77.205.108) | 34.084.915 | 35.574.839 | 39.242.514 | 41.818.118 | 42.844.558 |
| EFECTIVO INICIAL | 62.416.012 | 115.939.076 | 173.668.641 | 158.469.662 | 262.830.900 | 185.625.792 | 219.710.707 | 255.285.545 | 294.528.059 | 336.346.177 |
| (+/-) CAMBIO EN EFECTIVO | 53.523.064 | 57.729.565 | (15.198.980) | 104.361.239 | (77.205.108) | 34.084.915 | 35.574.839 | 39.242.514 | 41.818.118 | 42.844.558 |
| EFECTIVO FINAL | 115.939.076 | 173.668.641 | 158.469.662 | 262.830.900 | 185.625.792 | 219.710.707 | 255.285.545 | 294.528.059 | 336.346.177 | 379.190.735 |

**PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE
EL 31 DE DICIEMBRE
EN MILES DE PESOS**

| DESCRIPCIONES | PROYECCIÓN PARA DIEZ AÑOS | | | | | | | | | | |
|--|---------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|---------------------|--------------------|---------------------|--------------------|----------------------|----------------------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 |
| Ebit (utilidad operativa) | | 501.029.124 | 472.373.137 | 578.067.667 | 618.296.360 | 551.241.451 | 671.298.994 | 409.234.773 | 416.258.360 | 371.344.897 | 383.668.089 |
| -Impuestos operativos | | 160.329.320 | 146.435.673 | 173.420.300 | 185.488.908 | 165.372.435 | 201.389.698 | 122.770.432 | 124.877.508 | 111.403.469 | 115.100.427 |
| Noplat (UODI) | - | 340.699.804 | 325.937.465 | 404.647.367 | 432.807.452 | 385.869.016 | 469.909.296 | 286.464.341 | 291.380.852 | 259.941.428 | 268.567.662 |
| + Depreciaciones | 356,911,600 | 101.844.558 | 97.407.918 | 165.414.043 | 250.250.024 | 358.302.888 | 490.405.421 | 571.905.904 | 124.630.298 | 74.763.538 | 82.329.737 |
| = Flujo de caja bruto (flujo de caja operativo) | 356,911,600 | 442.544.362 | 423.345.383 | 570.061.410 | 683.057.476 | 744.171.904 | 960.314.716 | 858.370.245 | 416.011.151 | 334.704.966 | 0.897.399 |
| EFFECTIVO Y EQUIVALENTES DE | | | | | | | | | | | |
| EFFECTIVO | 62,416,012 | 115.939.076 | 173.668.641 | 158.469.662 | 262.830.900 | 185.625.792 | 219.710.707 | 255.285.545 | 294.528.059 | 336.346.177 | 379.190.735 |
| INVENTARIOS | 207,821,313 | 214.004.122 | 223.044.036 | 250.461.921 | 268.130.100 | 284.384.953 | 304.049.760 | 326.908.605 | 347.423.441 | 368.900.650 | 391.843.898 |
| DEUDORES COMERCIALES | 68,847,335 | 81.934.488 | 77.128.219 | 91.970.316 | 99.508.866 | 98.088.929 | 118.418.241 | 113.590.029 | 119.434.706 | 115.114.727 | 122.992.336 |
| IMPUESTOS CORRIENTES | 100,889,747 | 208.095.632 | 200.989.393 | 244.672.808 | 265.031.494 | 245.743.079 | 296.592.728 | 206.805.116 | 217.544.577 | 209.770.863 | 224.227.458 |
| OTROS DEUDORES DE CORTO PLAZO | 10,310,641 | 18.702.032 | 18.063.378 | 21.989.307 | 23.818.989 | 22.085.495 | 26.655.469 | 18.586.050 | 19.551.230 | 18.852.589 | 20.151.836 |
| Capital de trabajo total | 450,285,048 | 638.675.349 | 692.893.668 | 767.564.013 | 919.320.349 | 835.928.247 | 965.426.905 | 921.175.346 | 998.482.014 | 1.048.985.006 | 1.138.406.263 |
| Capital de trabajo marginal | 450.285.048 | 188.390.301 | 54.218.319 | 74.670.345 | 151.756.336 | (83.392.102) | 129.498.658 | (44.251.559) | 77.306.668 | 50.502.992 | 89.421.257 |
| PROVEEDORES | 126.772.157 | 147.894.587 | 170.413.171 | 190.482.833 | 201.465.493 | 206.738.239 | 197.011.249 | 171.773.451 | 137.298.455 | 101.009.389 | 67.640.367 |
| CUENTAS POR PAGAR | 48.414.589 | 58.967.412 | 74.312.412 | 91.141.350 | 103.604.729 | 115.152.358 | 120.155.288 | 114.965.560 | 100.870.499 | 81.949.749 | 60.926.168 |
| OTROS PASIVOS CORRIENTES OPERATIVOS | 76.848.278 | 99.348.363 | 123.616.994 | 151.422.242 | 180.562.065 | 209.766.050 | 236.631.983 | 260.088.404 | 277.998.484 | 289.204.094 | 292.747.066 |
| PASIVOS OPERATIVOS | 252.035.024 | 306.210.363 | 368.342.578 | 433.046.425 | 485.632.288 | 531.656.647 | 553.798.519 | 546.827.416 | 516.167.437 | 472.163.232 | 421.313.601 |
| Capital de trabajo neto | 198.250.024 | 332.464.986 | 324.551.091 | 334.517.587 | 433.688.061 | 304.271.600 | 411.628.385 | 374.347.930 | 482.314.577 | 576.821.774 | 717.092.662 |

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.

| | | | | | | | | | | | |
|--|------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| (-) Incremento en capital de trabajo W neto | 198.250.024 | 134.214.962 | (7.913.896) | 9.966.497 | 99.170.474 | (129.416.461) | 107.356.785 | (37.280.455) | 107.966.647 | 94.507.198 | 140.270.888 |
| PROPIEDAD. PLANTA Y EQUIPO. NETO | 791.219.401 | 857.374.843 | 1.014.966.925 | 1.201.552.882 | 1.394.302.858 | 1.979.999.970 | 2.111.594.550 | 1.649.688.646 | 1.574.058.348 | 1.549.294.810 | 1.505.965.073 |
| DEPRECIACIÓN ACUMULADA | 356.911.600 | 458.756.158 | 556.164.076 | 721.578.119 | 971.828.143 | 1.330.131.031 | 1.820.536.451 | 2.392.442.355 | 2.517.072.653 | 2.591.836.191 | 2.674.165.928 |
| ACTIVOS INTANGIBLES | 83.724.960 | 94.140.142 | 101.056.898 | 106.576.573 | 112.270.095 | 117.788.158 | 124.725.427 | 133.330.250 | 142.742.675 | 152.805.804 | 163.893.072 |
| Inversión bruta | 1.231.855.961 | 1.410.271.143 | 1.672.187.899 | 2.029.707.574 | 2.478.401.096 | 3.427.919.159 | 4.056.856.428 | 4.175.461.251 | 4.233.873.676 | 4.293.936.805 | 4.344.024.073 |
| (-) Inversión incremental en fijos (activos operativos) bruto | 1.231.855.961 | 178.415.182 | 261.916.756 | 357.519.675 | 448.693.522 | 949.518.062 | 628.937.269 | 118.604.823 | 58.412.425 | 60.063.129 | 50.087.267 |
| TOTAL de FIJOS NETOS | 874.944.361 | 951.514.986 | 1.116.023.824 | 1.308.129.456 | 1.506.572.954 | 2.097.788.128 | 2.236.319.977 | 1.783.018.896 | 1.716.801.023 | 1.702.100.614 | 1.669.858.144 |
| MARGINAL NETO A FIJOS | 874.944.361 | 76.570.625 | 164.508.838 | 192.105.632 | 198.443.498 | 591.215.175 | 138.531.849 | (453.301.081) | (66.217.873) | (14.700.409) | (32.242.469) |
| Flujo de caja libre) | (1.073.194.385) | 129.914.217 | 169.342.523 | 202.575.238 | 135.193.480 | (75.929.697) | 224.020.662 | 777.045.877 | 249.632.079 | 180.134.639 | 160.539.244 |

Otras maneras de llegar al flujo de caja libre:

| PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE | | | | | | | | | | | |
|--------------------------------------|-----------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|---------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| EL 31 DE DICIEMBRE EN MILES DE PESOS | | | | | | | | | | | |
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 |
| TOTAL DE LA INVERSIÓN | | | | | | | | | | | |
| BRUTA | 1.430.105.985 | 1.742.736.130 | 1.996.738.990 | 2.364.225.162 | 2.912.089.158 | 3.732.190.759 | 4.468.484.813 | 4.549.809.181 | 4.716.188.253 | 4.870.758.580 | 5.061.116.735 |
| MARGINAL | | | | | | | | | | | |
| BRUTA | 1.430.105.985 | 312.630.145 | 254.002.860 | 367.486.172 | 547.863.996 | 820.101.601 | 736.294.055 | 81.324.368 | 166.379.072 | 154.570.327 | 190.358.155 |
| CAPITAL INVERTIDO | 1.073.194.385 | 1.283.979.972 | 1.440.574.914 | 1.642.647.043 | 1.940.261.015 | 2.402.059.728 | 2.647.948.362 | 2.157.366.826 | 2.199.115.600 | 2.278.922.388 | 2.386.950.807 |
| INVERSIÓN NETA | 1.073.194.385 | 210.785.587 | 156.594.942 | 202.072.129 | 297.613.972 | 461.798.713 | 245.888.634 | (490581.536) | 41.748.773 | 79.806.789 | 108.028.418 |
| EBIT | - | 501.029.124 | 472.373.137 | 578.067.667 | 618.296.360 | 551.241.451 | 671.298.994 | 409.234.773 | 416.258.360 | 371.344.897 | 383.668.089 |
| IMPUESTOS OPERATIVOS | - | 160.329.320 | 146.435.673 | 173.420.300 | 185.488.908 | 165.372.435 | 201.389.698 | 122.770.432 | 124.877.508 | 111.403.469 | 115.100.427 |
| NOPLAT | - | 340.699.804 | 325.937.465 | 404.647.367 | 432.807.452 | 385.869.016 | 469.909.296 | 286.464.341 | 291.380.852 | 259.941.428 | 268.567.662 |
| INVERSIÓN NETA | 1.073.194.385 | 210.785.587 | 156.594.942 | 202.072.129 | 297.613.972 | 461.798.713 | 245.888.634 | (490.581.536) | 41.748.773 | 79.806.789 | 108.028.418 |
| FLUJO DE CAJA LIBRE | -1.073.194.385 | 129.914.217 | 169.342.523 | 202.575.238 | 135.193.480 | - 75.929.697 | 224.020.662 | 777.045.877 | 249.632.079 | 180.134.639 | 160.539.244 |
| NOPLAT | - | 340.699.804 | 325.937.465 | 404.647.367 | 432.807.452 | 385.869.016 | 469.909.296 | 286.464.341 | 291.380.852 | 259.941.428 | 268.567.662 |
| DEPRECIACIÓN | 356.911.600 | 101.844.558 | 97.407.918 | 165.414.043 | 250.250.024 | 358.302.888 | 490.405.421 | 571.905.904 | 124.630.298 | 74.763.538 | 82.329.737 |
| INVERSIÓN | | | | | | | | | | | |
| BRUTA | 356.911.600 | 442.544.362 | 423.345.383 | 570.061.410 | 683.057.476 | 744.171.904 | 960.314.716 | 858.370.245 | 416.011.151 | 334.704.966 | 350.897.399 |
| MARGINAL | | | | | | | | | | | |
| BRUTA | 1.430.105.985 | 312.630.145 | 254.002.860 | 367.486.172 | 547.863.996 | 820.101.601 | 736.294.055 | 81.324.368 | 166.379.072 | 154.570.327 | 190.358.155 |
| FLUJO DE CAJA LIBRE | -1.073.194.385 | 129.914.217 | 169.342.523 | 202.575.238 | 135.193.480 | -75.929.697 | 224.020.662 | 777.045.877 | 249.632.079 | 180.134.639 | 160.539.244 |

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.

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 |
|---|--------------------|---------------------|--------------------|--------------------|-------------------|---------------------|---------------------|----------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| (-) Intereses | | 27.722.573 | 18.919.473 | 20.959.311 | 24.303.522 | 33.904.664 | 34.670.630 | 29.405.777 | 21.438.525 | 15.781.409 | 11.515.274 |
| (-) Abono a capital | | 51.410.195 | 56.618.913 | 72.576.508 | 92.918.698 | 124.232.571 | 85.243.187 | 95.453.440 | 67.329.179 | 50.774.176 | 55.040.311 |
| (+) Nueva deuda | 271.514,589 | 51.000.000 | 70.400.000 | 88.600.000 | 188.800.000 | 124.400.000 | 22.000.000 | - | - | - | - |
| Flujo de caja de la deuda | 271,514,589 | (28.132.768) | (5.138.386) | (4.935.819) | 71.577.780 | (33.737.234) | (97.913.817) | (124.859.217) | (88.767.704) | (66.555.585) | (66.555.585) |
| (+) Ahorros en impuestos | | 8.871.223 | 5.865.037 | 6.287.793 | 7.291.057 | 10.171.399 | 10.401.189 | 8.821.733 | 6.431.557 | 4.734.423 | 3.454.582 |
| Flujo de caja de financiación | 271.514.589 | (19.261.545) | 726.651 | 1.351.974 | 78.868.836 | (23.565.835) | (87.512.628) | (116.037.484) | (82.336.146) | (61.821.162) | (63.101.003) |
| FLUJO DE CAJA DEL ACCIONISTA O DEL INVERSIONISTA | | | | | | | | | | | |
| | (801.679.796) | 110.652.673 | 170.069.174 | 203.927.213 | 214.062.317 | (99.495.532) | 136.508.034 | 661.008.393 | 167.295.932 | 118.313.477 | 97.438.241 |
| FLUJO DE CAJA DEL CAPITAL (FLUJO DE CAJA DE LA DEUDA + FLUJO DE CAJA DEL ACCIONISTA) | | | | | | | | | | | |
| | (1.073.194.385) | 138.785.441 | 175.207.560 | 208.863.031 | 142.484.537 | (65.758.298) | 234.421.851 | 785.867.610 | 256.063.636 | 184.869.062 | 163.993.826 |
| FLUJO DE CAJA DEL CAPITAL (FLUJO DE CAJA LIBRE + FLUJO DE CAJA ANTES DE IMPUESTOS) | | | | | | | | | | | |
| | (1.073.194.385) | 138.785.441 | 175.207.560 | 208.863.031 | 142.484.537 | (65.758.298) | 234.421.851 | 785.867.610 | 256.063.636 | 184.869.062 | 163.993.826 |
| NÚMERO DE AÑOS | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 |
| FLUJO DE CAJA OPERACIONAL | - | 442.544.362 | 423.345.383 | 570.061.410 | 683.057.476 | 744.171.904 | 960.314.716 | 858.370.245 | 416.011.151 | 334.704.966 | 350.897.399 |
| FLUJO DE CAJA DE LA INVERSIÓN | -1.430.105.985 | -312.630.145 | -254.002.860 | -367.486.172 | -547.863.996 | -820.101.601 | -736.294.055 | -81.324.368 | -166.379.072 | -154.570.327 | -190.358.155 |
| FLUJO DE CAJA LIBRE O FLUJO DE CAJA DEL PROYECTO | -1.073.194.385 | 129.914.217 | 169.342.523 | 202.575.238 | 135.193.480 | -75.929.697 | 224.020.662 | 777.045.877 | 249.632.079 | 180.134.639 | 160.539.244 |
| FLUJO DE CAJA DE LA DEUDA O FLUJO DE CAJA BRUTO | 271.514.589 | -28.132.768 | -5.138.386 | -4.935.819 | 71.577.780 | -33.737.234 | -97.913.817 | -124.859.217 | -88.767.704 | -66.555.585 | -66.555.585 |
| FLUJO DE CAJA DEL AHORRO EN IMPUESTOS | - | 8.871.223 | 5.865.037 | 6.287.793 | 7.291.057 | 10.171.399 | 10.401.189 | 8.821.733 | 6.431.557 | 4.734.423 | 3.454.582 |

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.

| | | | | | | | | | | | |
|---|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| FLUJO DE CAJA DE LA FINANCIACIÓN O FLUJO DE CAJA NETO | 271.514.589 | -19.261.545 | 726.651 | 1.351.974 | 78.868.836 | -23.565.835 | -87.512.628 | -116.037.484 | -82.336.146 | -61.821.162 | -63.101.003 |
| FLUJO DE CAJA DEL ACCIONISTA O DEL INVERSIONISTA | -801.679.796 | 110.652.673 | 170.069.174 | 203.927.213 | 214.062.317 | -99.495.532 | 136.508.034 | 661.008.393 | 167.295.932 | 118.313.477 | 97.438.241 |
| FLUJO DE CAJA DEL CAPITAL (FLUJO DE CAJA LIBRE +FLUJO DE CAJA ANTES DE IMPUESTOS) | -1.073.194.385 | 138.785.441 | 175.207.560 | 208.863.031 | 142.484.537 | -65.758.298 | 234.421.851 | 785.867.610 | 256.063.636 | 184.869.062 | 163.993.826 |

| GENERADOR DE VALOR | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| NOPLAT | - | 340.699.804 | 325.937.465 | 404.647.367 | 432.807.452 | 385.869.016 | 469.909.296 | 286.464.341 | 291.380.852 | 259.941.428 | 268.567.662 | 281.298.653 |
| CAPITAL INVERTIDO (TOTAL DE LA INVERSIÓN DE CAPITAL NETA) | 1.073.194.385 | 1.283.979.972 | 1.440.574.914 | 1.642.647.043 | 1.940.261.015 | 2.402.059.728 | 2.647.948.362 | 2.157.366.826 | 2.199.115.600 | 2.278.922.388 | 2.386.950.807 | |
| ROIC | | 31,75% | 25,38% | 28,09% | 26,35% | 19,89% | 19,56% | 10,82% | 13,51% | 11,82% | 11,78% | 11,78% |
| INVERSIÓN NETA (INVERSION MARGINAL DE CAPITAL TOTAL NETA) | 1.073.194.385 | 210.785.587 | 156.594.942 | 202.072.129 | 297.613.972 | 461.798.713 | 245.888.634 | (490.581.536) | 41.748.773 | 79.806.789 | 108.028.418 | |
| FLUJO DE CAJA LIBRE | 1.073.194.385 | 129.914.217 | 169.342.523 | 202.575.238 | 135.193.480 | -75.929.697 | 224.020.662 | 777.045.877 | 249.632.079 | 180.134.639 | 160.539.244 | 168.149.332 |
| TASA DE INVERSIÓN (IR) | | 61,87% | 48,04% | 49,94% | 68,76% | 119,68% | 52,33% | -171,25% | 14,33% | 30,70% | 40,22% | 40,22% |
| Ku | | 14,92% | 15,29% | 16,09% | 15,89% | 16,11% | 16,11% | 16,11% | 16,11% | 16,11% | 16,11% | 16,11% |
| g | | 19,64% | 12,20% | 14,03% | 18,12% | 23,80% | 10,24% | -18,53% | 1,94% | 3,63% | 4,74% | 4,74% |
| PORCENTAJE TERMINAL | | | | | | | | | | | | 10,00% |
| WACC TERMINAL | | | | | | | | | | | | 15,88% |
| VALOR TERMINAL | | | | | | | | | | | | 1.509.243.824 |

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.

Se valoró con cinco metodologías y se tomó como tasa de descuento Ku:

| MÉTODO 1: FLUJO DE CAJA DEL CAPITAL CON Ku | | | | | | | | | | | |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| AÑO | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 |
| MÉTODO 1: FLUJO DE CAJA DEL CAPITAL CON Ku | | | | | | | | | | | |
| FLUJO DE CAJA DE CAPITAL SIN VALOR TERMINAL | - | | | | | | | | | | |
| VALOR TERMINAL | 1.073.194.385 | 138.785.441 | 175.207.560 | 208.863.031 | 142.484.537 | -65.758.298 | 234.421.851 | 785.867.610 | 256.063.636 | 184.869.062 | 163.993.826 |
| VALOR PRESENTE DE LAS OPERACIONES | 1.327.440.967 | 1.386.699.732 | 1.423.460.650 | 1.443.692.286 | 1.530.570.650 | 1.842.925.250 | 1.905.424.387 | 1.426.547.250 | 1.400.320.293 | 1.441.062.381 | 1.509.243.824 |
| Ku | | 14,92% | 15,29% | 16,09% | 15,89% | 16,11% | 16,11% | 16,11% | 16,11% | 16,11% | 16,11% |

| MÉTODO 2: FLUJO DE CAJA LIBRE CON WACC AJUSTADO | | | | | | | | | | | |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| AÑO | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 |
| FLUJO DE CAJA LIBRE SIN VALOR TERMINAL | - | | | | | | | | | | |
| VALOR TERMINAL | 1.073.194.385 | 129.914.217 | 169.342.523 | 202.575.238 | 135.193.480 | -75.929.697 | 224.020.662 | 777.045.877 | 249.632.079 | 180.134.639 | 160.539.244 |
| VALOR PRESENTE DE LAS OPERACIONES | 1.327.440.967 | 1.386.699.732 | 1.423.460.650 | 1.443.692.286 | 1.530.570.650 | 1.842.925.250 | 1.905.424.387 | 1.426.547.250 | 1.400.320.293 | 1.441.062.381 | 1.509.243.824 |
| WACC AJUSTADO | | 14,25% | 14,86% | 15,65% | 15,38% | 15,45% | 15,55% | 15,65% | 15,66% | 15,77% | 15,87% |

| MÉTODO 3: VALOR PRESENTE AJUSTADO DEL FLUJO DE CAJA LIBRE ANTES DE IMPUESTOS CON Ku | | | | | | | | | | | |
|---|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|
| AÑO | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 |
| VALOR PRESENTE AJUSTADO | | | | | | | | | | | |
| FLUJO DE CAJA LIBRE SIN VALOR TERMINAL | - | | | | | | | | | | |
| VALOR TERMINAL | 1.073.194.385 | 129.914.217 | 169.342.523 | 202.575.238 | 135.193.480 | -75.929.697 | 224.020.662 | 777.045.877 | 249.632.079 | 180.134.639 | 160.539.244 |
| VALOR TERMINAL | | | | | | | | | | | 1.509.243.824 |

| | | | | | | | | | | | |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| VALOR PRESENTE DEL FLUJO DE CAJA LIBRE | 1.290.676.668 | 1.353.321.700 | 1.390.845.548 | 1.412.115.836 | 1.501.268.629 | 1.819.073.663 | 1.888.131.167 | 1.415.289.583 | 1.393.680.416 | 1.438.087.150 | 1.509.243.824 |
| Ku | 16,34% | 14,92% | 15,29% | 16,09% | 15,89% | 16,11% | 16,11% | 16,11% | 16,11% | 16,11% | 16,11% |
| FLUJO DE CAJA LIBRE ANTES DE IMPUESTOS | 0 | 8.871.223 | 5.865.037 | 6.287.793 | 7.291.057 | 10.171.399 | 10.401.189 | 8.821.733 | 6.431.557 | 4.734.423 | 3.454.582 |
| VALOR TERMINAL | | | | | | | | | | | 0 |
| VALOR PRESENTE ANTES DE IMPUESTOS | 36.764.298 | 33.378.032 | 32.615.102 | 31.576.450 | 29.302.021 | 23.851.586 | 17.293.221 | 11.257.667 | 6.639.877 | 2.975.231 | 0.00 |
| Ku | 16,34% | 14,92% | 15,29% | 16,09% | 15,89% | 16,11% | 16,11% | 16,11% | 16,11% | 16,11% | 16,11% |
| VALOR PRESENTE DE LAS OPERACIONES | 1.327.440.967 | 1.386.699.732 | 1.423.460.650 | 1.443.692.286 | 1.530.570.650 | 1.842.925.250 | 1.905.424.387 | 1.426.547.250 | 1.400.320.293 | 1.441.062.381 | 1.509.243.824 |

MÉTODO 4:

| AÑO | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| NOPLAT | - | 340,699,804 | 325,937,465 | 404,647,367 | 432,807,452 | 385,869,016 | 469,909,296 | 286,464,341 | 291,380,852 | 259,941,428 | 268,567,662 |
| CAPITAL INVERTIDO | 1.073.194.385 | 1.283.979.972 | 1.440.574.914 | 1.642.647.043 | 1.940.261.015 | 2.402.059.728 | 2.647.948.362 | 2.157.366.826 | 2.199.115.600 | 2.278.922.388 | 2.386.950.807 |
| WACC | 0,00% | 14,25% | 14,86% | 15,65% | 15,38% | 15,45% | 15,55% | 15,65% | 15,66% | 15,77% | 15,87% |
| EVA | | 187,759,382 | 135,101,133 | 179,161,686 | 180,131,961 | 86,159,871 | 96,460,795 | -127,897,640 | -46,474,623 | -86,931,684 | -931,354,130 |
| | 254.246.582 | 102.719.760 | -17.114.264 | -198.954.757 | -409.690.365 | -559.134.478 | -742.523.975 | -730.819.577 | -798.795.307 | -837.860.007 | -877.706.982 |
| | 1.327.440.967 | | | | | | | | | | |

MÉTODO 5:

| AÑO | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| EVA | | 187,759,382 | 135,101,133 | 179,161,686 | 180,131,961 | 86,159,871 | 96,460,795 | -127,897,640 | -46,474,623 | -86,931,684 | -931,354,130 |
| CAPITAL INVERTIDO | 1.073.194.385 | 1.283.979.972 | 1.440.574.914 | 1.642.647.043 | 1.940.261.015 | 2.402.059.728 | 2.647.948.362 | 2.157.366.826 | 2.199.115.600 | 2.278.922.388 | 2.386.950.807 |
| NOPLAT | - | 340.699.804 | 325.937.465 | 404.647.367 | 432.807.452 | 385.869.016 | 469.909.296 | 286.464.341 | 291.380.852 | 259.941.428 | 268.567.662 |
| ROIC | | 31,75% | 25,38% | 28,09% | 26,35% | 19,89% | 19,56% | 10,82% | 13,51% | 11,82% | 11,78% |
| WACC | | 14,25% | 14,86% | 15,65% | 15,38% | 15,45% | 15,55% | 15,65% | 15,66% | 15,77% | 15,87% |
| WACC TERMINAL | | | | | | | | | | | 15,88% |
| EVA | | 187.759.382 | 135.101.133 | 179.161.686 | 180.131.961 | 86.159.871 | 96.460.795 | -127.897.640 | -46.474.623 | -86.931.684 | -931.354.130 |
| VALOR TERMINAL DEL EVA | | | | | | | | | | | -877.706.982 |

VALOR AGREGADO DEL

MERCADO 254.246.582 102.719.760 -17.114.264 -198.954.757 -409.690.365 -559.134.478 -742.523.975 -730.819.577 -798.795.307 -837.860.007 -877.706.982

1.327.440.967

METODOLOGÍA CON TASA DE DESCUENTO K_u

VALOR OPERATIVO DE LA EMPRESA 1.327.440.967

Activos financieros negociables 3.520.125
 Inventario de materiales 77.110.269
 Propiedades de inversión 8.379.316
 Operaciones de cobertura 11.530.585
 Otras cuentas por cobrar 5.534.693
 Activos financieros negociables 3.520.125
 Activos biológicos y otros de largo plazo 173.648.002

VALOR DE LA EMPRESA 1.610.684.082

Operaciones de cobertura 2.049.911
 Otros pasivos no operativos 12.618.482
 Pasivos financieros de corto plazo 79.568.593
 Pasivos financieros de largo plazo 191.945.996
 Otros pasivos de largo plazo 93.150.056
 Acreedores varios 55.722.678

VALOR PATRIMONIAL 1.175.628.366

Número de acciones 261.687.402

Valor por acción 4.492,49

Se valoró con dos metodologías y se tomó como tasa de descuento Kd

VALOR PRESENTE AJUSTADO DEL FLUJO DE CAJA DE CAPITAL + FLUJO DE CAJA LIBRE ANTES DE IMPUESTOS CON Kd

| AÑO | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 |
|---|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| FLUJO DE CAJA DE CAPITAL SIN VALOR | | | | | | | | | | | |
| TERMINAL VALOR | -1.073.194.385 | 138.785.441 | 175.207.560 | 208.863.031 | 142.484.537 | -65.758.298 | 234.421.851 | 785.867.610 | 256.063.636 | 184.869.062 | 163.993.826 |
| TERMINAL VALOR PRESENTE DEL FLUJO DE CAJA DEL CAPITAL | 1.341.464.108 | 1.399.335.331 | 1.434.115.011 | 1.452.177.787 | 1.537.039.822 | 1.847.413.179 | 1.908.240.022 | 1.428.116.845 | 1.401.058.563 | 1.441.295.968 | 1.509.243.824 |
| Ku | | 14,66% | 15,01% | 15,82% | 15,66% | 15,91% | 15,98% | 16,02% | 16,04% | 16,07% | 16,09% |

VALOR PRESENTE AJUSTADO DEL FLUJO DE CAJA LIBRE + FLUJO DE CAJA ANTES DE IMPUESTOS CON Kd

| AÑO | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 |
|---|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| FLUJO DE CAJA LIBRE CON KU | -1.073.194.385 | 129.914.217 | 169.342.523 | 202.575.238 | 135.193.480 | -75.929.697 | 224.020.662 | 777.045.877 | 249.632.079 | 180.134.639 | 160.539.244 |
| VALOR PRESENT DEL FLUJO DE CAJA LIBRE | 1.290.676.668 | 1.353.321.700 | 1.390.845.548 | 1.412.115.836 | 1.501.268.629 | 1.819.073.663 | 1.888.131.167 | 1.415.289.583 | 1.393.680.416 | 1.438.087.150 | 1.509.243.824 |
| FLUJO DE CAJA ANTES DE IMPUESTOS CON KD | - | 8.871.223 | 5.865.037 | 6.287.793 | 7.291.057 | 10.171.399 | 10.401.189 | 8.821.733 | 6.431.557 | 4.734.423 | 3.454.582 |
| VALOR PRESENTE | 50.787.440 | 46.013.631 | 43.269.463 | 40.061.951 | 35.771.193 | 28.339.515 | 20.108.855 | 12.827.263 | 7.378.148 | 3.208.818 | - |

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.

| | | | | | | | | | | | |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| ANTES DE IMPUESTOS | | | | | | | | | | | |
| Ku | | 14,92% | 15,29% | 16,09% | 15,89% | 16,11% | 16,11% | 16,11% | 16,11% | 16,11% | 16,11% |
| VALOR PRESENTE DE LAS OPERACIONES | 1.341.464.108 | 1.399.335.331 | 1.434.115.011 | 1.452.177.787 | 1.537.039.822 | 1.847.413.179 | 1.908.240.022 | 1.428.116.845 | 1.401.058.563 | 1.441.295.968 | 1.509.243.824 |

| METODOLOGÍA CON TASA DE DESCUENTO Kd | |
|---|----------------------|
| VALOR OPERATIVO DE LA EMPRESA | 1.341.464.108 |
| Activos financieros negociables | 3.520.125 |
| Inventario de materiales | 77.110.269 |
| Propiedades de inversión | 8.379.316 |
| Operaciones de cobertura | 11.530.585 |
| Otras cuentas por cobrar | 5.534.693 |
| Activos financieros negociables | 3.520.125 |
| Activos biológicos y otros de largo plazo | 173.648.002 |
| VALOR DE LA EMPRESA | 1.624.707.223 |
| Operaciones de cobertura | 2.049.911 |
| Otros pasivos no operativos | 12.618.482 |
| Pasivos financieros de corto plazo | 79.568.593 |
| Pasivos financieros de largo plazo | 191.945.996 |
| Otros pasivos de largo plazo | 93.150.056 |
| Acreedores varios | 55.722.678 |
| VALOR PATRIMONIAL | 1.189.651.507 |
| Número de acciones | 261.688.402 |
| Valor por acción | 4.546,06 |

ADVERTENCIA

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

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

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

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

Los reportes preparados en el marco de este programa evalúan las condiciones financieras y las oportunidades de inversión en empresas. Los reportes financieros de empresas cuyas acciones se cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia se distribuyen a inversionistas nacionales y extranjeros a través de su publicación en

nuestra página web y en la red Burkenroad Latinoamérica. También se distribuyen solo a empresas beneficiarias para su uso en futuras presentaciones privadas a instituciones financieras o inversionistas potenciales. Los planes de inversión y la situación financiera de las empresas analizadas se les presentan a la comunidad académica y a la financiera interesada en un encuentro semestral.

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

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

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

Judith Cecilia Vergara Garavito

jvergar8@eafit.edu.co

Reportes Burkenroad Colombia

Departamento de Finanzas

Universidad EAFIT

Medellín, Colombia, Suramérica

Teléfono (57) (4) 2619500, extensión 9585

