

Riopaila Castilla S. A.
Bolsa de Valores de Colombia

Cobertura continua

Fecha de valoración: 31 de diciembre de 2017

Recomendación: COMPRAR

Precio de la acción y valor del IGBC

Valor de la acción (proyectado): COP 31.119.371 (31 de diciembre de 2017)

Precio en COLCAP: COP 0 (31 de diciembre de 2017) – acción inactiva en bolsa

Potencial de valorización del 32% a diciembre de 2020 (con respecto al año 2017), con un valor de COP41.206.542

Enfoque de la compañía hacia diversificación del negocio, inversiones en plantas de producción y mejora de su eficiencia operativa.

Alto riesgo debido a la volatilidad del precio del azúcar, regulación de biocombustibles y alta inversión en activos especializados.

Tabla de valoración con los datos financieros más destacados

	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E
ROA	-2,55%	-1,97%	1,02%	2,79%	3,00%	4,01%	5,48%	7,28%	8,96%	10,71%	12,69%
ROE	-6,97%	-6,46%	3,41%	8,58%	8,56%	10,46%	13,27%	16,71%	19,20%	21,25%	23,29%
ROIC	0,34%	2,40%	5,64%	4,39%	4,82%	5,23%	6,35%	7,92%	9,63%	11,71%	14,54%
Margen operativo (EBIT)	0,85%	3,07%	6,74%	7,54%	8,04%	8,47%	10,01%	11,88%	14,18%	17,10%	21,01%
Margen neto	-2,90%	-2,42%	1,27%	3,08%	3,10%	3,91%	5,25%	6,85%	8,73%	11,06%	14,13%
Margen EBITDA	4,35%	6,46%	10,54%	11,22%	11,58%	11,87%	13,30%	15,01%	17,22%	20,10%	23,98%
WACC	6,75%	10,08%	9,33%	9,00%	9,90%	9,34%	9,46%	9,54%	9,63%	9,73%	9,83%

Nota: E: estimación

Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización bursátil: acción inactiva

Número de acciones en circulación: 59.733.842

Volumen promedio diario del último año: acción inactiva

Bursatilidad: acción inactiva

Participación en el índice: acción inactiva

Cotiza en: Bolsa de Valores de Colombia

Beta: 0,94 (Damodaran, 2018)

Rango en el último año: Acción inactiva

Apreciación global de la compañía

Localización: calle 35 Norte N° 6A bis-100, Cali, Colombia

Industria: agroindustrial

Descripción: Riopaila Castilla S. A es una empresa dedicada al procesamiento y la comercialización del azúcar, además de la producción de energía, biocombustibles, palma y ganadería. Su operación principal se desarrolla en Colombia y exporta a países como Estados Unidos e integrantes de la Unión Europea.

Productos y servicios: azúcar, etanol, energía, palma y ganadería

Sitio web de la compañía: <https://www.riopaila-castilla.com/>

Analistas:

Lina María Eusse Ossa

Edgar David Ramírez Gallo

Directora de la investigación de inversión:

Sandra Constanza Gaitán Riaño

Asesor de investigación:

Álvaro Hernández Bonet

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

A partir del 20 de febrero de 2012, la acción de Riopaila Castilla se encuentra inactiva en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo cual no ha tenido desempeño accionario en los últimos 6 años.

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Se recomienda comprar la acción de Riopaila Castilla S. A. puesto que se espera un valor de COP31.704.341 al 31 de diciembre de 2018, con un potencial de valorización a cinco años de 57% y a diez años de 133%. El principal factor que sustenta esta valoración es la estrategia de la compañía para diversificar su línea de negocio del azúcar, que busca a largo plazo que el 50% de sus ingresos provengan de negocios diferentes al azúcar (biocombustibles, energía y otros *commodities*).

Esta acción tiene un alto riesgo, debido a la volatilidad del precio del azúcar, los cambios en la regulación en los biocombustibles en Colombia y la alta inversión en CAPEX necesaria para llevar a cabo la diversificación del negocio.

TESIS DE INVERSIÓN

Según los resultados de la valoración, se espera obtener una notable mejoría en el desempeño de la compañía, debido a su intención de diversificar su línea de negocio, que la ha llevado a la producción de energía y biocombustibles.

La decisión se debió al bajo precio que ha tenido el azúcar en los últimos años y a la alta volatilidad del mismo, además de la sostenibilidad que presenta la industria de la energía y los biocombustibles, lo que es un atractivo para la inversión. Fuera de ello, como política de Estado, y de acuerdo con las tendencias mundiales, se pretende reducir las emisiones de carbono provenientes de los combustibles fósiles, lo que favorece en muy alto grado la línea de negocio de biocombustibles a la que pretende ingresar Riopaila Castilla.

Además, otra de las razones principales para esta decisión es la tendencia mundial de la disminución de consumo de azúcar, debido a las consecuencias que tiene el mismo en la salud de las personas.

Para poder llevar a cabo lo anterior, se requiere una alta inversión en CAPEX, en especial en activos muy específicos, lo que podría generar un riesgo de no obtener la rentabilidad esperada. Además, se tiene incertidumbre sobre la regulación que tendrán los biocombustibles en Colombia, aunque se esperan políticas de Gobierno que sigan favoreciendo esta industria debido a su sostenibilidad ambiental.

A pesar de la situación difícil antes descrita, se espera obtener, a largo plazo, un ROIC de 14,54% y un margen ebitda de 23,98%. Para lograrlo se debe enfrentar un escenario retador puesto que se necesita una mejora en eficiencia que se refleje en la disminución de sus costos y gastos operativos, que se encuentran por encima de los del sector, pero que, al tener en cuenta la estrategia a largo plazo de la compañía, se podrían lograr dichos objetivos.

VALORACIÓN

Se utilizó el flujo de caja libre descontado para la valoración de Riopaila Castilla S. A. por ser una compañía madura en un sector maduro, en la que el flujo de caja libre del último año del horizonte explícito es representativo del flujo de caja libre a perpetuidad. Para ello se utilizaron los últimos estados financieros consolidados de la empresa y su estrategia publicada para alcanzar su mega meta para 2025, que tiene como objetivo la diversificación de sus líneas de negocio, generar ingresos por COP1.730 miles de millones, un ebitda de COP330 miles de millones y un margen ebitda del 19%.

Tabla 1. Cálculo del WACC

	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E
Tasa libre de riesgo	2,85%	2,85%	2,85%	2,85%	2,85%	2,85%	2,85%	2,85%	2,85%	2,85%	2,85%
Beta desapalancado de											
Estados Unidos	0,52	0,52	0,52	0,52	0,52	0,52	0,52	0,52	0,52	0,52	0,52
D/E de Riopaila Castilla	93%	140%	154%	125%	106%	85%	71%	64%	56%	48%	41%
Beta apalancado	1,002	1,249	1,318	1,172	1,069	0,961	0,891	0,853	0,812	0,770	0,731
Rendimiento del mercado	11,41%	11,41%	11,41%	11,41%	11,41%	11,41%	11,41%	11,41%	11,41%	11,41%	11,41%
Rendimiento de bonos del Tesoro estadounidense en los últimos 50 años	7,17%	7,17%	7,17%	7,17%	7,17%	7,17%	7,17%	7,17%	7,17%	7,17%	7,17%
Prima de riesgo	4,24%	4,24%	4,24%	4,24%	4,24%	4,24%	4,24%	4,24%	4,24%	4,24%	4,24%
Riesgo de país de Europa	1,36%	1,36%	1,36%	1,36%	1,36%	1,36%	1,36%	1,36%	1,36%	1,36%	1,36%
Riesgo de país del resto del mundo	3,65%	3,65%	3,65%	3,65%	3,65%	3,65%	3,65%	3,65%	3,65%	3,65%	3,65%
Riesgo de país de Estados Unidos	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Riesgo de país de Colombia	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%
Riesgo de país de exportación	1,67%	1,67%	1,67%	1,67%	1,67%	1,67%	1,67%	1,67%	1,67%	1,67%	1,67%
Riesgo de país ponderado total	2,06%	2,06%	2,06%	2,06%	2,06%	2,06%	2,06%	2,06%	2,06%	2,06%	2,06%
Ke (USD)	9,16%	10,21%	10,50%	9,88%	9,44%	8,99%	8,69%	8,53%	8,35%	8,18%	8,01%
Devaluación	-3,70%	2,20%	-0,50%	2,40%	4,30%	3,30%	3,30%	3,30%	3,30%	3,30%	3,30%
Ke (COP)	5,12%	12,63%	9,95%	12,52%	14,15%	12,59%	12,28%	12,11%	11,93%	11,75%	11,58%
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
WACC del Ke	2,67%	5,29%	3,95%	5,58%	6,92%	6,84%	7,19%	7,41%	7,67%	7,95%	8,25%
WACC del Kd	4,08%	4,79%	5,39%	3,42%	2,98%	2,51%	2,27%	2,13%	1,96%	1,77%	1,58%
WACC	6,75%	10,08%	9,33%	9,00%	9,90%	9,34%	9,46%	9,54%	9,63%	9,73%	9,83%

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia con base en Damodaran (2018) y Bloomberg (2018)

Para el cálculo del WACC, la tasa libre de riesgo fue tomada de Bloomberg, con la rentabilidad de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años, mientras que para las tasas de riesgo país se tomaron los datos de Damodaran. Las tasas de riesgo país diferentes a Colombia se utilizaron debido al componente de exportación que tiene Riopaila, donde estas representan el 24% de las ventas, por lo que era necesario incluir los riesgos país de los principales destinos de

exportación de la compañía (en este caso Estados Unidos, la Unión Europea y otros del resto del mundo).

Tabla 2. Cálculo del valor por el método de flujo de caja libre descontado

FCFF					
(valores expresados en miles de pesos colombianos)					
	2018 E	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E
FLUJO DE CAJA LIBRE					
OPERATIVO	-128.621.775	-5.807.763	113.047.633	118.168.359	125.905.985
FLUJO DE CAJA LIBRE NO					
OPERATIVO	25.851.042	25.851.042	17.320.198	17.320.198	17.320.198
FLUJO DE CAJA LIBRE DE LA EMPRESA (FCFF)	-102.770.733	20.043.279	130.367.831	135.488.557	143.226.183
WACC	10,08%	9,33%	9,00%	9,90%	9,34%

	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E
FLUJO DE CAJA LIBRE					
OPERATIVO	106.192.841	172.185.083	214.853.477	258.734.312	313.803.187
FLUJO DE CAJA LIBRE NO					
OPERATIVO	17.320.198	17.320.198	17.320.198	17.320.198	17.320.198
FLUJO DE CAJA LIBRE DE LA EMPRESA (FCFF)	123.513.039	189.505.282	232.173.676	276.054.510	331.123.385
FCFF A PERPETUIDAD					3.708.090.070
WACC	9,46%	9,54%	9,63%	9,73%	9,83%
G(CRECIMIENTO)					0,8%

	2017 E	2018 E
VALOR DE LA EMPRESA	2.230.365.169	2.455.101.113
EQUIVALENTES DE EFECTIVO	6.828.688	7.099.817
DEUDA FINANCIERA	- 450.358.794	- 640.423.332
SUBSIDIARIAS NO CONSOLIDADAS	72.044.514	72.044.514
VALOR DEL PATRIMONIO	1.858.879.577	1.893.822.112
NÚMERO DE ACCIONES EN CIRCULACIÓN	59.734	59.734
VALOR POR ACCIÓN	31.119	31.704

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

Con el fin de confrontar los resultados obtenidos y mostrados con anterioridad se realizó en forma paralela una valoración por múltiplos de mercado. Debido a la falta de información pública de los principales competidores en el mercado local, se utilizaron empresas comparables del mercado mundial con líneas de negocio similares.

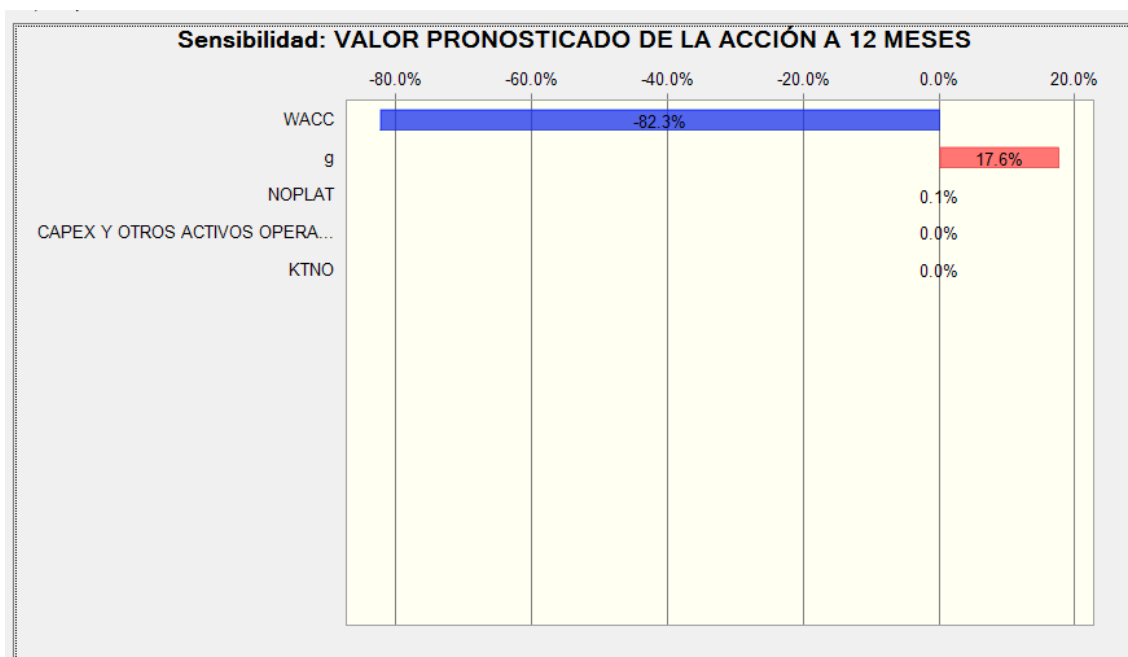
Tabla 3. Valoración por múltiplos

Empresa	Sector	EV/ebitda	EV/ventas
Riopaila Castilla S. A.	Azúcar, energía, etanol	7,0	1,39
REX American Resources Corporation	Etanol	6,25	0,63
Pacific Ethanol, Inc.	Etanol	35	0,21
Green Plains, Inc.	Etanol	15,12	0,52
Valero Energy Corporation	Etanol	9,15	0,58
Praj Industries Limited	Etanol	24,87	1,6
Ros Agro	Azucarera integrada verticalmente	6,25	1,9
Industria Rabobank	Comercio de azúcar	11,3	1,6
Wilmar International Ltd.	Procesamiento de azúcar	20	0,6
Dhampur Sugar Mills Ltd.	Procesamiento de azúcar	5,29	0,56
Avadh Sugar & Energy Limited	Procesamiento de azúcar	2,65	0,46
Dwarikesh Sugar Industries Limited	Procesamiento de azúcar	1,39	0,25
Wilmar International Limited	Procesamiento de azúcar	17,8	0,75
	EV/Ventas	EV/EBITDA	Ponderación
Promedio en etanol	0,71	18,08	0,25
Promedio en procesamiento de azúcar	0,70	9,74	0,25
Promedio en azucarera con integración vertical	1,90	6,25	0,50
Múltiplo del promedio ponderado	1,30	10,08	1,00
	EV/ventas	EV/ebitda	
VALOR DE LA EMPRESA	2.099.364.328	2.401.962.612	

Fuente: elaboración propia con base en Yahoo (s.f.). Market Watch (s.f.) e Isosugar (2016)

Para el análisis de escenarios se utilizó el software *Crystal Ball* para pronosticar el valor de la acción a doce meses. Este análisis se realizó mediante la sensibilización de las variables NOPLAT (utilidad operativa neta después de impuestos), WACC (costo promedio ponderado de capital), CAPEX y otros activos operativos, KTNO (capital de trabajo neto operativo) y tasa de crecimiento (g).

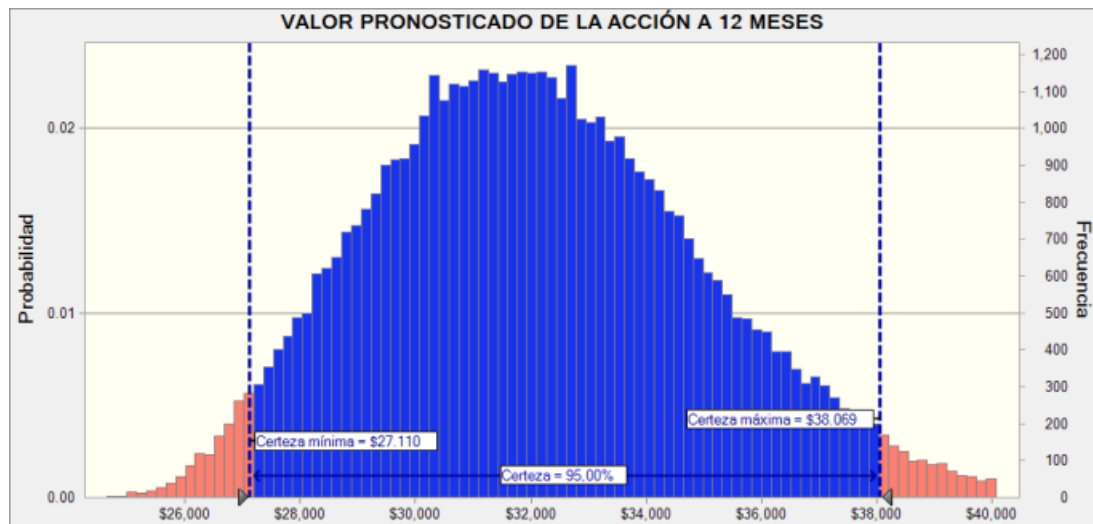
Figura 1. Variables del modelo



Fuente: elaboración propia mediante el empleo de *Crystal Ball*

Tal y como se puede ver, las variables que en mayor medida impactaron el precio de la acción fueron el WACC y la tasa de crecimiento (g). Por último, se puede concluir, con 95% de certeza, que, en doce meses, el valor de la acción de Riopaila Castilla S. A. tendrá un valor entre COP27,11 millones y COP38,07 millones.

Figura 2. Rango de precio pronosticado de la acción



Fuente: elaboración propia mediante el empleo de *Crystal Ball*

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

Análisis de las cinco fuerzas de Porter

La industria azucarera colombiana se enmarca en la siguiente dinámica sectorial, dada por las cinco fuerzas de Porter:

Nuevos competidores: la industria presenta varias barreras de entrada. La más notable son las inversiones altas de capital que se requieren para montar los ingenios azucareros y las destilerías de etanol. Por ejemplo, en el caso del negocio del etanol, solo durante 2017 pudo incursionar Ecopetrol (USDA, Foreign Agricultural Service, 2017b.). Otra barrera importante son las economías de escala ligadas con el grado de integración vertical que tienen las empresas del sector. Algunas de ellas tienen etapas consecutivas de producción, como lo son el refinamiento de azúcar, la destilación de etanol y la generación de energía (USDA, Foreign Agricultural Service, 2017b.). Además, las empresas del sector tienen una amplia trayectoria en el mismo, por lo que su experiencia acumulada actúa como una barrera adicional.

Rivalidad sectorial: hay pocas empresas dedicadas a las actividades principales de esta industria. La competencia puede tomar niveles altos, debido a la inversión elevada en activos especializados para la producción de azúcar, la

destilación de etanol y la generación a partir de biomasa. A su vez, estos procesos están interrelacionados en proporción considerable, por lo que es poco probable la eliminación de una unidad de negocios puesto que afectaría en forma grave a las empresas y su grado de integración.

Si se analiza el consumo local de azúcar refinada, la competencia podría considerarse intensa dado que se supe por completo la demanda y el país exporta sus amplios excedentes de producción. En lo referente a exportaciones, las empresas del sector enfrentan una rivalidad alta con empresas extranjeras al hacer frente al proteccionismo de los distintos países hacia la industria. Si bien este contexto en que se enmarca el consumo local e internacional, incentiva una rivalidad feroz, la misma se atenúa en gran medida por los mecanismos de estabilización de precios, los acuerdos de libre comercio y el sistema andino de franjas de precio. En cuanto a la producción de etanol, no existe rivalidad entre las empresas que lo producen en el país, debido a que la demanda es muy superior al nivel de producción (Asocaña , 2017b.).

Productos sustitutos: la amenaza de este tipo para la industria es moderada. El azúcar, al ser una materia prima esencial, tiene poca competencia en el mercado, que está en cabeza, en lo primordial, de los endulzantes naturales como la stevia y la splenda, que reducen los efectos nocivos para la salud en comparación con el azúcar. En cuanto al etanol, solo existe la amenaza de producción o importación del obtenido a partir de otras fuentes, como el maíz y la remolacha. Esta amenaza es baja puesto que el etanol producido por el sector es de mayor calidad y reduce en mayor medida el porcentaje de las emisiones (Asocaña , 2017b.).

Poder de negociación de los clientes: en el país, el poder de negociación de los compradores de azúcar refinada es bajo, debido a la existencia de gran variedad de compradores en la industria alimentaria y al consumo masivo. En el resto del mundo este poder se puede ver reforzado por el proteccionismo que le dan los distintos gobiernos a la industria azucarera, pero mientras que los acuerdos internacionales de comercio suscritos por el Gobierno colombiano se mantengan

vigentes, reducen el poder de los clientes internacionales de las exportaciones de azúcar.

En lo que tiene que ver con el negocio de etanol, que es netamente nacional, los compradores, que son los distribuidores mayoristas de combustibles como Terpel, ExxonMobil, Petrobras y Biomax (González, 2016), están muy concentrados y compran grandes volúmenes a la industria. Debido a ello podrían tener gran poder, pero el precio está regulado por el Gobierno. De modo anormal, estos mayoristas adquirieron poder de mercado durante el año 2017 gracias a las decisiones gubernamentales, mediante las que se decidió levantar las restricciones a la importación de etanol, lo que condujo a que los compradores accedieran a un producto 37% más económico en Estados Unidos (USDA, Foreign Agricultural Service, 2017a.). Si bien el etanol de Colombia es de mejor calidad y reduce en mayor medida las emisiones, la ausencia de una regulación para la calidad del etanol permite que los compradores elijan por precio cuando el Gobierno levanta las restricciones.

Poder de negociación de los proveedores: tienen poco poder debido a que su concentración es baja y la de ingenios azucareros es alta. En el Valle del Cauca, donde se desarrolla la mayor parte de toda la producción de la industria azucarera, los proveedores son dueños del 75% de las tierras dedicadas al cultivo de caña y el restante 25% pertenece a ingenios. Los proveedores especializados en maquinaria e insumos son cerca de 50 empresas (Asocaña, 2017b).

Tamaño de la industria

La industria azucarera colombiana se localiza en el Valle del Cauca, donde existen 15 ingenios y seis destilerías de etanol (USDA, Foreign Agricultural Service, 2017b.). Los proveedores de caña son alrededor de 2.750 y los proveedores especializados dedicados a suministrar insumos, maquinaria y equipos para cultivos e ingenios, llegan a cerca de 50 empresas. En cuanto a la actividad productiva de los ingenios, existen 12 plantas de cogeneración, que venden sus excedentes al sistema interconectado nacional. En este sector industrial se destacan como fuentes de creación de valor la producción de

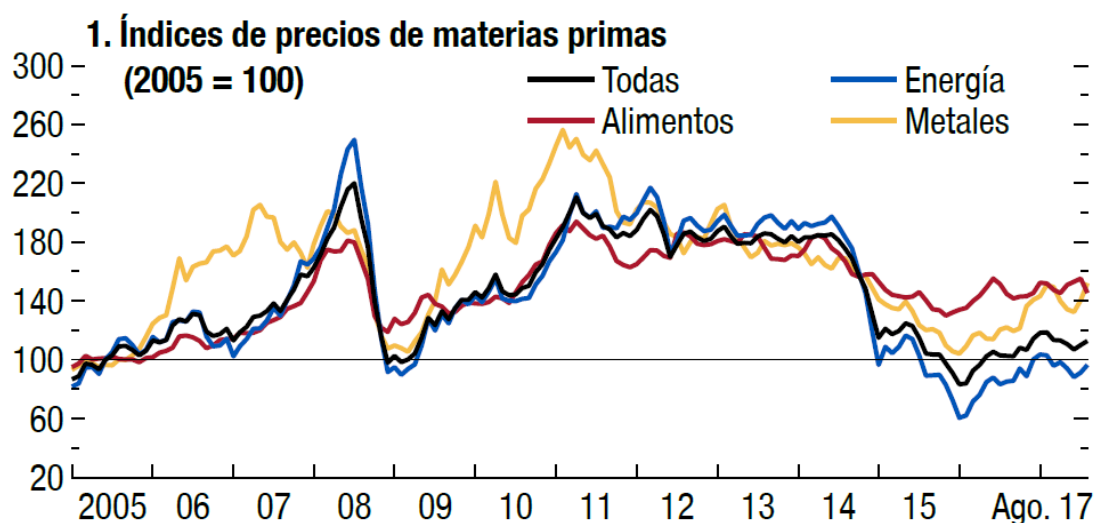
bioetanol y la cogeneración de energía, con las que se ha fortalecido la producción de energías renovables, se han diversificado los negocios y se ha alineado la estrategia del sector con el fin de ser instrumento fundamental para el cumplimiento de los compromisos de reducción de gases de efecto invernadero, suscritos con el Gobierno Nacional (Asocaña, 2017b.).

Este sector productivo se agrupa en la Asociación de Cultivadores de Caña de Azúcar de Colombia, Asocaña, de la cual hacen parte los cultivadores de caña y los ingenios azucareros Cabaña, Carmelita, Manuelita, María Luisa, Mayagüez, Pichichí, Risaralda, Sancarlos, Tumaco, Castilla, Riopaila, Incauca y Providencia. Además de esta asociación, existen dos instituciones creadas por el sector. La primera es Cenicaña (Centro de Investigación de la Caña de Azúcar), que se encarga de mejorar la productividad del sector a través de la investigación y la divulgación de tecnología. La segunda es Tecnicaña (Asociación Colombiana de Técnicos de la Caña de Azúcar), creada para capacitar y transferir la tecnología al personal del sector (Asocaña, 2017a.).

Factores macroeconómicos de influencia

Al ser esta industria netamente exportadora de una materia prima, es afectada en forma directa por el desempeño de la economía mundial y los precios del petróleo.

Figura 3. Índices de precios materias primas



Fuente: FMI (2017, p. 66)

Lo expresado se evidencia en la

Figura 3, en la que se puede ver cómo se relacionan los precios de las principales materias primas. De acuerdo con el FMI (2017), la reciente recuperación económica mundial viene dada por el fortalecimiento de la demanda y la actividad económica en los países desarrollados y el incremento de los precios del petróleo. Las materias primas, que tuvieron una crisis en su precio entre los años 2015 y 2016, en época reciente registraron una recuperación ligada con el desempeño de los combustibles.

Por otro lado, según Asocaña (2017b.), la volatilidad en el mercado mundial de azúcar y alimentos en general se atribuye, en lo fundamental, al comportamiento de las cosechas y el clima, que definen los niveles de oferta y originan temporadas de escasez o superávit. Las medidas políticas de los grandes jugadores mundiales también tienen un papel muy importante puesto que ellos regulan el mercado a través de políticas distorsionantes. Las tasas de interés guardan también estrecha relación. Según Frankel (2006), las mismas pueden controlar el nivel de extracción de una materia prima, definir los niveles de inventarios con base en el costo de oportunidad del almacenamiento y favorecer la especulación financiera a partir de la materia prima si la tasa de interés es baja. Esta última actividad, ejercida de manera abierta por los fondos de inversión, según Asocaña (2017b.), hace vulnerable la industria y aumenta el riesgo, puesto que no es controlable por los productores.

El estado de la balanza comercial del país es también muy importante para el desempeño del sector. Los acuerdos comerciales suscritos con Canadá, Estados Unidos, Unión Europea, Comunidad Andina de Naciones, Chile y Brasil, entre otros, afectan en forma directa a la industria. De acuerdo con Asocaña (2017b.), si bien la balanza comercial del país registra un deterioro desde 2014, la balanza del sector azucarero es positiva (253,4 millones de dólares) dado que la producción es superior a la demanda nacional y las importaciones.

Regulación

La industria azucarera en Colombia en el resto del mundo es una de las más reguladas. Según Asocaña (2017b., p. 28),

En general es una actividad altamente regulada en el mundo, mediante un amplio arsenal de instrumentos, sin importar el tamaño relativo del país en el contexto internacional o si se es un importador o exportador neto. El denominador común de las intervenciones es la defensa del mercado interno (caso de India, China, entre otros) y/o la promoción del aparato productivo agroindustrial, en reconocimiento a sus efectos positivos en los circuitos económicos nacionales y regionales (el caso de Brasil y Estados Unidos) (Asocaña, 2017b, p. 28).

En el mercado local, la industria está regulada mediante el mecanismo de estabilización del precio del azúcar, con lo que se evita la sobreoferta puesto que el precio en el mercado local es más atractivo que el del internacional. Por tanto, con este instrumento se evita que el precio baje y se incentiven las exportaciones (USDA, Foreign Agricultural Service, 2017b.). De igual modo, las importaciones están sujetas a aranceles; en particular es importante mencionar la existencia del Sistema Andino de Franja de Precios, creado por los países miembros para contrarrestar la volatilidad y las distorsiones generadas en el precio internacional por los grandes productores y consumidores (Asocaña, 2017b.).

El mercado del etanol, que se limita solamente al contexto local, fue creado por el Gobierno como parte de un programa para la oxigenación de la gasolina (aumento de octanaje y reducción de emisiones) y una política de desarrollo agrícola, por lo cual desde su creación hasta hoy el precio lo fija el Gobierno Nacional. Sin embargo, en 2013 el Ministerio de Minas y Energía facultó a la CREG (Comisión de Regulación de Energía y Gas) para esta labor; dicho ente estatal en 2016 propuso, mediante consulta pública, un mecanismo de fijación de precio en el que el etanol se considera un sustituto directo de la gasolina fósil, realidad no aplicable a Colombia, porque solo funciona como oxigenante. Este

mecanismo aún no está vigente, pero ha generado mucha incertidumbre en el sector de los productores desde su publicación (Asocaña, 2017b.).

Indicadores

El desempeño de la industria azucarera se mide en el contexto nacional e internacional. En el contexto primero es un sector de alta importancia para la economía y entre los indicadores principales se encuentran:

- Balanza comercial relativa: demuestra la naturaleza exportadora de la industria.
- Índice de temporalidad: muestra qué tantos empleos permanentes se generan por cada empleo temporal.
- Materia prima importada/materia prima total: muestra el uso de materia prima importada, que evidencia su importancia en economías regionales y como motor de otros sectores productivos.
- Otros indicadores: margen operacional, rentabilidad del activo y razón de endeudamiento.

De acuerdo con ANIF (2015), estos indicadores registran los siguientes valores mostrados en la Figura 4.

Figura 4. Indicadores de desempeño de la agroindustria azucarera en el ámbito de la industria manufacturera colombiana

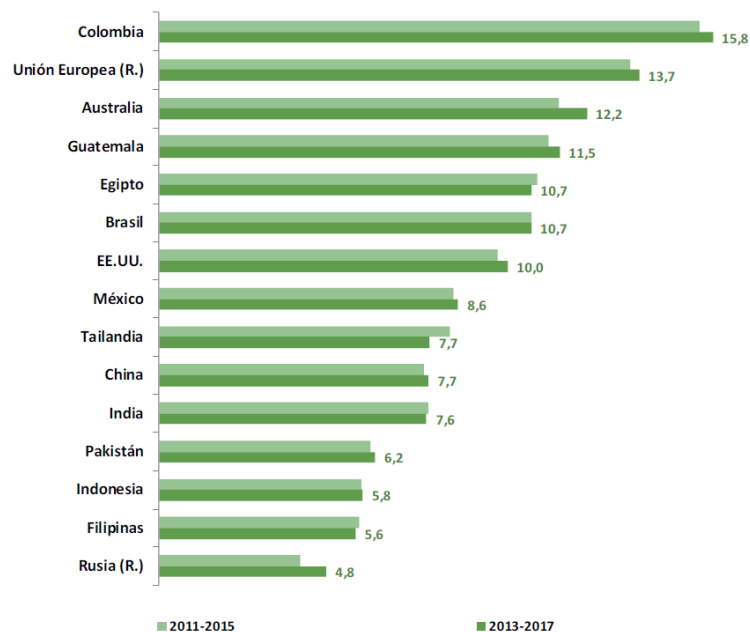
Indicador	Total industria manufacturera colombiana			Azúcar y panela			Participación azúcar y panela en total industria			Ranking del azúcar y panela mayor a menor en la industria (29 sectores)		
	2013	2014	Variación	2013	2014	Variación	2013	2014	Variación	2013	2014	Variación
Valor de la producción (COP billones ctes de 2006)	108,3	97,7	↓	3,2	3,3	↑	2,9	3,4	↑	18	13	↑
Valor agregado (COP billones ctes de 2006)	48,2	39,2	↓	1,3	1,4	↑	2,6	3,5	↑	14	11	↑
Índice de temporalidad (personal permanente/personal temporal) (2)	1,4	1,5	↑	6,3	6,8	↑	nd	nd		1	1	→
Materia prima importada/materia prima total (%)	21,8	22,4	↓	0,1	0,3	↓	nd	nd		29	29	→
Tasa de apertura exportadora (Exportaciones/producción) %	11,3	12,4	↑	21,5	22,3	↑	nd	nd		9	3	↑
Balanza comercial relativa: (expo-imp)/expo+imp (3)	nd	nd		0,8	0,8	→	nd	nd		1	1	→

Indicador	Total industria manufacturera colombiana			Azúcar y panela			Participación azúcar y panela en total industria			Ranking del azúcar y panela mayor a menor en la industria (29 sectores)		
	2014	2015	Variación	2014	2015	Variación	2014	2015	Variación	2014	2015	Variación
Margen operacional (%)	6,9	7,7	↑	7,4	11,5	↑	nd	nd		10	4	↑
Rentabilidad del activo (%)	3,5	3,3	↓	1,8	0,3	↓	nd	nd		19	27	↓
Razón de endeudamiento (%)	46,6	47,4	↓	30,8	26,5	↑	nd	nd		25	28	↑

Fuente: Asocaña (2017b., p. 49)

En el contexto internacional, la industria es reconocida por su liderazgo en productividad (ver Figura 5). El indicador en este sentido es el número de toneladas de azúcar por hectárea, que mide la cantidad de azúcar total ajustado por edad de corte (Asocaña , 2017b.).

Figura 5. Indicador de productividad mundial de azúcar. Principales países productores (número de toneladas de azúcar por hectárea)



Fuente: Asocaña (2017b., p. 50)

Determinantes del precio

Para esta industria, el precio en el mercado local está determinado por el precio internacional del azúcar ajustado con los costos de transporte y los impuestos de importación (USDA, Foreign Agricultural Service, 2017b). Como antes se mencionó, el precio internacional depende en gran medida de las políticas distorsionantes y protectoras de los grandes productores y consumidores mundiales. De modo adicional a este factor, también tienen considerable influencia en el precio el comportamiento de las cosechas, el clima, las tasas de interés y los movimientos especulativos de los fondos de inversiones.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Historia, localización e infraestructura:

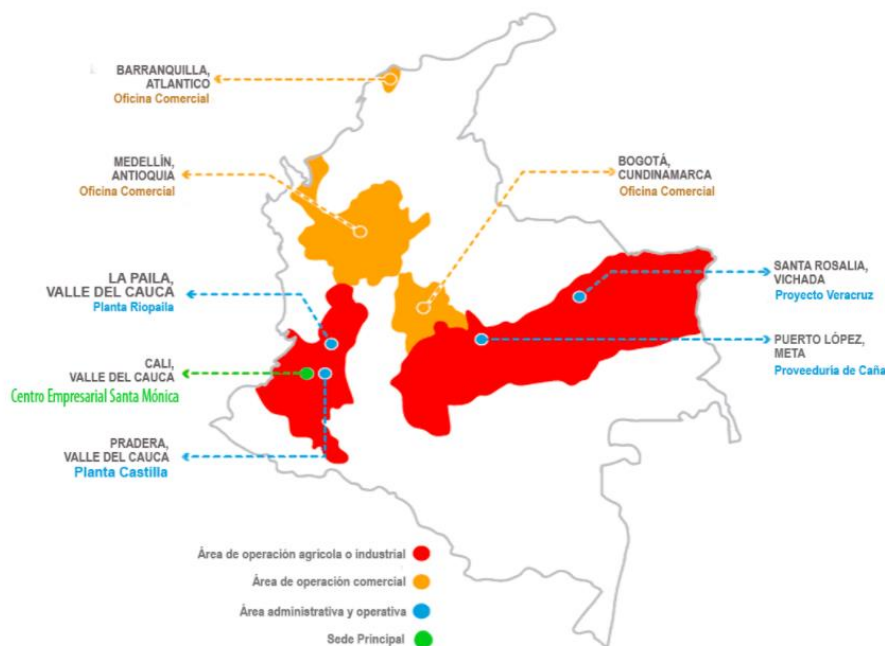
Riopaila Castilla es una de las más grandes azucareras de Colombia, nacida en el año 1918 como trapiche panelero en el norte del Valle del Cauca. A lo largo de los años ha ido creciendo sus plantas productivas, entre las que presentan la fábrica de azúcar en el municipio de La Paila, inaugurada en 1928, la fábrica de azúcar en el municipio de Pradera, establecida en 1945, la refinería denominada

Planta Riopaila, que funciona desde 1954, y la caldera de alta presión inaugurada en 1995.

Sin embargo, de acuerdo con los cambios del mercado, Riopaila Castilla ha buscado entrar en otras líneas de negocio, como la generación de energía, enfocada hacia la energía renovable.

Su sede principal se encuentra en la ciudad de Cali, Valle del Cauca, y cuenta con presencia en otros lugares del país, distribuidos así:

Figura 6. Ubicación



Fuente: Riopaila Castilla (2017c)

En el mercado internacional Riopaila exporta a 92 países y sus principales clientes internacionales se encuentran en Estados Unidos y la Unión Europea. En el año 2016 logró incursionar en países como Singapur, Lituania, Bielorrusia, Ucrania y República Checa, entre otros (Riopaila Castilla, 2016).

Productos y servicios

Riopaila Castilla presenta dos grandes líneas de negocio, que son la bioenergía

y los *commodities*.

Bioenergía:

- Azúcar: la comercialización del azúcar fue el inicio del negocio de Riopaila Castilla en 1918. En esta actividad se basó para comenzar a aumentar su capacidad productiva.
- Etanol: en 2015, Riopaila comenzó a diversificar su negocio y decidió entrar en la destilación del etanol, con lo que busca reducir la dependencia que tiene el país sobre el petróleo como principal agente de combustión.
- Energía: al igual que el etanol, también entró en funcionamiento la comercialización de energía en el año 2015. La empresa está inscrita en el Mercado de Energía Mayorista de Colombia como agente generador y comercializador.

Commodities:

- Palma: este proyecto inició en el año 2010 y busca generar aceite crudo de palma para abastecer el mercado de alimentos y de energía.
- Ganadería: también comenzó en el año 2010 y consiste en la crianza y la posterior venta de ganado.
- Negocio hortofrutícola.

Análisis de los competidores

El sector azucarero cuenta con grandes competidores; a continuación, se enumeran las cuatro empresas con mayores utilidades en el año 2016:

Tabla 4. Azucareras con mayor utilidad en 2016 (cifras en millones de pesos)

Posición	Empresa	Utilidad neta
1 ^a	INGENIO DEL CAUCA S. A. S.	149,191
2 ^a	INGENIO PROVIDENCIA S. A.	80,478
3 ^a	MANUELITA S. A.	55,954
4 ^a	RIOPAILA CASTILLA S. A.	53,537

Fuente: EMIS Benchmark (2018)

- Manuelita S. A.: firma fundada en 1864 en Valle del Cauca, es una de las azucareras con más trayectoria en el país. Representa una gran competencia para Riopaila debido a que también busca desarrollarse en el sector de la generación de energía y de combustibles renovables. Ocupa el tercer lugar en ventas y tiene una gran fortaleza en exportaciones, actividad en la que en el año 2016 logró sumar 35 millones de dólares.
- Ingenio Providencia S. A.: fundado en 1926 y perteneciente a la Organización Ardila Lülle. Se consolidó como el segundo ingenio con mayores utilidades en el sector en el año 2016 y el tercer lugar con mayor ebitda, con 208 mil millones de pesos. Ese mismo año tuvo un fuerte crecimiento en ventas (12,3%) y, en la clasificación antes presentada, fue la empresa que mayor crecimiento presentó, lo que significa una gran competencia para las otras empresas del sector.
- Ingenio del Cauca S. A. S.: (Incauca): fundada en 1963 y perteneciente a la Organización Ardila Lülle, es el ingenio azucarero más grande del país. Tiene también negocios en el sector del alcohol carburante pero aún no ha desarrollado avances en el negocio de la energía. En el año 2016 presentó las mayores utilidades del sector y puede considerarse como un indicador de referencia para las empresas también posicionadas en el mismo, debido a que en el mismo año también lideró las cifras del sector en ventas, activos y ebitda. Sin embargo, las exportaciones no son su mayor fortaleza puesto que en 2016 solo alcanzó dos millones de dólares en este aspecto.

Análisis FODA

Tabla 5. Análisis FODA

FORTALEZAS	OPORTUNIDADES
------------	---------------

<ul style="list-style-type: none"> - Trayectoria y experiencia en el mercado - Diversificación del negocio - Posicionamiento de marca - Mercados internacionales - Innovación en sus productos y servicios 	<ul style="list-style-type: none"> - Tendencia global a las energías renovables - Ser pionero en el país en la sustitución de combustibles fósiles (no renovables) - Potencial de expansión de su mercado - Ingreso a nuevos tipos de clientes debido a su diversificación de negocio
DEBILIDADES	AMENAZAS
<ul style="list-style-type: none"> - Innovación y diversificación que necesitan altos niveles de financiación - Dependencia del sector agroindustrial, que ha decaído en los últimos años y carece de apoyo del Gobierno - Gran dependencia del país en los combustibles fósiles 	<ul style="list-style-type: none"> - Estudios que evidencian las malas consecuencias para la salud por parte del azúcar - Tendencias “de acondicionamiento físico y saludables que en la actualidad se encuentran en auge - Falta de apoyo del Gobierno en la innovación de energías renovables y combustibles diferentes al petróleo

Fuente: elaboración propia

Estrategia

Según Riopaila Castilla (2016), la empresa cumplió su objetivo de pasar de ser productora de azúcar a serlo de bioenergía en el año 2012. Con ello, en el año 2015 se comenzó a hacer la revisión del plan estratégico para 2025, para lo que se contrató a la empresa Boston Consulting Group para la asesoría en dicho plan. Para el efecto fue necesario comenzar a hacer cambios dentro de la estructura organizacional de la compañía para alinear los objetivos del plan

estratégico, que se resumen en el siguiente gráfico:

Figura 7. Mapa de iniciativas



Fuente: Riopaila Castilla (2016)

El esquema muestra las líneas de negocio que la compañía pretende potenciar, de manera que se vaya reduciendo la dependencia del negocio del azúcar, para lo cual se requiere una optimización de todos sus niveles organizacionales y

contar con un soporte efectivo para sostener el desarrollo.

Desarrollos recientes

Los principales desarrollos de Riopaila han sido a causa de su reestructuración de negocio y han tenido como principal supuesto la sostenibilidad. Para ello han desarrollado puntos de generación, entre los que se encuentran la Destilería Riopaila y Riopaila Energía, ambas inauguradas en el año 2015, en las que se producen 235 gigavatios de energía y 100 millones de litros de alcohol carburante al año, lo que refleja el compromiso de la empresa con el aporte al mejoramiento del medio ambiente, al apostarle al Acuerdo de Paris COP 21, que busca promover el acceso a la energía sostenible en los países en desarrollo.

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

Alta gerencia

A continuación, se muestran los perfiles de los altos directivos de Riopaila Castilla:

Pedro Enrique Cardona López, presidente ejecutivo (encargado) y vicepresidente financiero y administrativo

El presidente anterior, Djalma Teixeira de Lima Filho, presentó su renuncia el día 4 de diciembre de 2017 y se designó de manera temporal a Pedro Enrique Cardona López como presidente ejecutivo encargado mientras se lleva a cabo el proceso de nombramiento del nuevo presidente, hecho que se comunicará al público en su debida oportunidad.

Luis Felipe Gaviria Giraldo, vicepresidente de operaciones

Jaime Sánchez Lozano, vicepresidente comercial

Gobierno corporativo

A partir del año 2012 Riopaila Castilla adoptó el plan de gobierno corporativo en el que se incluyen reglamento interno de Junta Directiva, código de ética y código de mejores prácticas corporativas, en que se encuentran documentos como:

reglamento de la Asamblea General, transparencia y equidad y resolución de controversias, entre otros.

Desempeño financiero histórico

Análisis de desempeño

Tabla 6. Indicadores de desempeño de Riopaila Castilla entre 2012 y 2017

	2017 E	2016	2015	2014	2013	2012
Rentabilidad neta						
ROA	-3,51%	5,34%	1,77%	1,17%	1,03%	4,59%
Rentabilidad operacional						
ROE	-3,39%	4,36%	1,35%	0,73%	0,56%	3,22%
Rentabilidad bruta						
ROE	-3,82%	6,71%	5,03%	4,63%	5,08%	7,72%
Rentabilidad bruta						
ROE	-9,00%	10,74%	3,29%	1,74%	1,31%	6,51%
Rentabilidad bruta						
ROE	6,65%	15,41%	20,14%	17,10%	17,42%	19,07%

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

Tabla 7. Indicadores de desempeño del sector azucarero entre 2012 y 2016

	2016	2015	2014	2013	2012
Rentabilidad neta					
ROA	12,24%	7,28%	4,94%	4,98%	9,07%
Rentabilidad operacional					
ROE	5,30%	2,69%	1,56%	1,55%	3,17%
Rentabilidad bruta					
ROE	17,91%	13,79%	8,82%	6,74%	9,56%
Rentabilidad bruta					
ROE	8,59%	4,28%	2,19%	2,09%	4,17%
Rentabilidad bruta					
ROE	27,04%	23,46%	15,22%	11,85%	14,91%

Fuente: elaboración propia

De acuerdo con las anteriores cifras se puede observar que 2016 fue un año atípico respecto al histórico, tanto en el sector como en la compañía, puesto que presentó unos indicadores mucho mejores que en los años anteriores. Con respecto a las rentabilidades se puede concluir que Riopaila maneja unas cifras mucho más bajas que las del sector y que el año 2017 fue el de peor desempeño comparado con los históricos dado que obtuvo una rentabilidad neta negativa. Cabe destacar que los costos de mercancía vendida representan en promedio, en los últimos años, el 90% de las ventas, por lo que queda muy poco margen para cubrir los gastos administrativos, de ventas y financieros, lo que explicaría la baja rentabilidad neta de la compañía.

Análisis de eficiencia operativa

Tabla 8. Indicadores de eficiencia operativa de Riopaila Castilla entre 2012 y 2017

	2017 E	2016	2015	2014	2013	2012
Número de días de cuentas por cobrar	50	42	51	50	53	31
Número de días de inventario	17	16	20	63	75	52
Número de días de cuentas por pagar	55	60	54	23	25	23
Ciclo operacional	67	58	71	113	128	83
Ciclo de caja	13	-2	17	90	103	60

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

Tabla 9. Indicadores de eficiencia operativa del sector azucarero entre 2012 y 2016

2016	2015	2014	2013	2012
------	------	------	------	------

Número de días de cuentas por cobrar	58	52	35	37	29
Número de días de inventario	17	32	57	59	49
Número de días de cuentas por pagar	70	60	30	25	26
Ciclo operacional	75	84	92	96	78
Ciclo de caja	5	24	62	71	52

Fuente: elaboración propia

En cuanto a la eficiencia operativa se puede evidenciar una notable mejoría del ciclo de caja a través de los años, incluso para llegar a uno negativo en el año 2016, lo que quiere decir que Riopaila solo pagaba a sus proveedores cuando recibía el pago por parte de sus clientes, es decir, que todas sus cuentas por pagar ya estaban financiadas por el rápido recaudo de la facturación. Esto va muy de la mano con la estrategia de la empresa, en la que uno de sus principales objetivos siempre ha sido mejorar la eficiencia por medio de grandes inversiones en propiedad, planta y equipo.

Análisis de liquidez

Tabla 10. Indicadores de liquidez de Riopaila Castilla entre 2012 y 2016

	2016	2015	2014	2013	2012
Razón corriente	1,04	1,33	1,76	1,41	2,11
Prueba ácida	0,9	1,15	1,12	0,83	1,31

Fuente: elaboración propia

Tabla 11. Indicadores de liquidez del sector azucarero entre 2012 y 2016

	2016	2015	2014	2013	2012
Razón corriente	1,15	1,03	1,2	1,23	1,26
Prueba ácida	1,03	0,85	0,84	0,86	0,89

Fuente: elaboración propia

De acuerdo con los indicadores mostrados se puede concluir que Riopaila maneja una buena liquidez, debido a que sus pasivos están cubiertos por sus activos corrientes, es decir, por los más líquidos. Ha logrado mantener una estabilidad a lo largo de los años a pesar de siempre ser intensivos en la inversión de CAPEX. Aun cuando se hizo la prueba ácida, se obtuvo que los activos corrientes (sin tener en cuenta inventarios) representan un 99% de los pasivos, lo que quiere decir que, ante alguna dificultad en el pago de una obligación, se pueden recurrir a los activos que manejan una gran liquidez para cubrir dicha obligación. Con respecto al sector, Riopaila ha tenido un mejor desempeño, pero se mueven relativamente en la misma proporción cada año.

Análisis de la política financiera

Tabla 12. Indicadores de apalancamiento de Riopaila Castilla entre 2012 y 2017

	2017 E	2016	2015	2014	2013	2012
Razón de deuda total (pasivos/activos)	0,62	0,59	0,62	0,43	0,43	0,33
Razón de deuda financiera (pasivos financieros/activos)	0,32	0,27	0,31	0,29	0,26	0,21
Apalancamiento (pasivos/patrimonio)	1,85	1,47	1,65	0,77	0,74	0,49

Nota: E = estimación

Fuente: elaboración propia

Tabla 13. Indicadores de apalancamiento del sector azucarero entre 2012 y 2016

	2016	2015	2014	2013	2012
Razón de deuda total (pasivos/activos)	0,38	0,37	0,29	0,26	0,24
Razón de deuda financiera (pasivos financieros/activos)	0,2	0,2	0,21	0,17	0,15
Apalancamiento (pasivos/patrimonio)	0,62	0,59	0,41	0,35	0,31

Fuente: elaboración propia

Con respecto a los indicadores de endeudamiento presentados se puede observar que un 62% de los activos están financiados en pasivos, de los cuales estrictamente en pasivos financieros son un 32% de los activos, con lo que se podría concluir que Riopaila maneja un bajo índice de endeudamiento puesto que recurre a obligaciones financieras para financiar menos de la mitad de sus activos, por lo que podría acudir a ellos para el pago de dichas obligaciones. Maneja indicadores más elevados que los del sector, es decir, las empresas de la competencia manejan índices de endeudamiento más altos.

Con respecto al apalancamiento patrimonial se puede observar que los pasivos representan 1,65 veces el patrimonio, lo que quiere decir que por cada peso de patrimonio existen 1,65 pesos en pasivos. Cuanto más alto sea este indicador, menos riesgos tienen los socios, dado que las obligaciones de los acreedores son las que financian los activos en mayor proporción.

Con respecto a la política de dividendos, se decretan en la Asamblea General de Accionistas, en la que deben ser aprobados por los mismos. Para el año 2016

se decretó pagar un dividendo de COP27 por acción y por mes, es decir, COP324 por año.

Principales accionistas

Los principales accionistas de Riopaila Castilla son:

Tabla 14. Principales accionistas de Riopaila Castilla S. A.

Descripción	Número de acciones	Participación
Inversiones Los Toriles S. A. S.	3,443,791	5,77%
San Martin Botero S. A. S.	3,365,398	5,63%
Arat y Cía. S. A. S.	3.362.025	5,63%
San Mateo y Cía. S. A. S.	3.362.025	5,63%
San Antonio Botero S. A. S.	3.330.657	5,58%
Santa Carolina Botero S. A. S.	3.330.334	5,58%
Inversiones Bellavista y Cía. S. en C.	3.248.347	5,44%
Compañía Agroindustrial del Pacífico S. A.	2.711.504	4,54%
Orquideal La María Caicedo González S. A. S.	2.691.797	4,51%
F. G. Victoria y Cía. S. A. S.	1.926.816	3,23%
Proyectos González y Cía. S. A. S.	1.926.815	3,23%
J. M. C. & Cía. S. A.	1.924.827	3,22%
B. G. Ulloa y Cía S. A. S.	1.913.136	3,20%
González Holmann S. A. S.	1.719.241	2,88%
Bertha González de Garrido Colombina S. A.	1.554.074	2,60%
Juan Manuel Caicedo Capurro	1.393.784	2,33%
Belisario Caicedo Capurro	1.390.494	2,33%
Hilda María Caicedo de Gómez	1.388.984	2,33%
Alianza Fiduciaria S. A. - Fideicomiso 3535-1493	1.319.722	2,21%
Otros accionistas minoritarios	1.254.907	2,10%
	13.175.164	22,06%

Fuente: Riopaila Castilla (2016)

Todas las acciones de Riopaila Castilla S. A. son ordinarias y en la actualidad se encuentran inactivas en bolsa y no se han emitido ni recomprado acciones en

épocas recientes.

RIESGOS DE INVERSIÓN

Los principales riesgos que influyen sobre la operación de Riopaila Castilla son el cambiario, debido a sus obligaciones financieras, sus inversiones y sus ingresos en moneda extranjera; el de mercado, por la regulación del precio del azúcar y la energía, y el de escasez de recursos naturales debido a su producción dependiente de la caña de azúcar y los cambios climáticos que pueden afectar el rendimiento de las cosechas. Además, en el sector del etanol existe una incertidumbre con respecto a la regulación del precio y del comportamiento del mercado internacional.

Tabla 15. Severidad de los riesgos

RIESGO	SEVERIDAD
Riesgo de escasez de recursos	ALTO
Riesgo legal o de regulación	ALTO
Riesgo de tipo de cambio	MEDIO
Riesgo operativo	MEDIO
Riesgo de procesos internos	MEDIO
Riesgo de mercado	BAJO
Riesgo financiero	BAJO
Riesgo sindical	BAJO

Fuente: elaboración propia

- Riesgo de mercado: la regulación de los precios de los productos afecta el comportamiento general del sector. Sin embargo, el mercado del azúcar se encuentra protegido por el Fondo de Estabilización de Precios del

- Azúcar, que tiene como objetivo contrarrestar las distorsiones en la volatilidad del precio del producto (Asocaña, 2017b).
- Con respecto al sector de la energía, existe regulación por la CREG (Comisión de Regulación de Energía y Gas), pero este riesgo no es significativo puesto que la producción de energía se utiliza (en su mayoría) en la operación de sus fábricas y la facturación del excedente a terceros solo representa el 3% de sus ventas (Riopaila Castilla, 2016).
 - Riesgo de tipo de cambio: según Riopaila Castilla (2016), la empresa mitiga este riesgo por medio de instrumentos derivados, que la cubre ante la depreciación que ha sufrido el peso colombiano en los últimos tres años. Estos instrumentos financieros derivados se negocian en bolsa y con entidades financieras.
 - Riesgo de escasez de recursos naturales: la empresa, al depender del rendimiento de las cosechas de caña de azúcar para su producción, se ve afectada en forma directa por los cambios climáticos. Según Riopaila Castilla (2016), la producción de la industria disminuyó en un 12% en 2016 debido a factores climáticos. La manera en que la compañía mitiga este riesgo es a través de Cenicaña (Centro de Investigaciones de la Caña de Azúcar), al que pertenece y en el que se producen semillas resistentes a factores climáticos que puedan afectar la producción (Asocaña, 2017a).
 - Riesgo operativo: dentro de este riesgo se encuentra la sobre cosecha que se está presentando en el Valle del Cauca, lo que ha forzado a Riopaila a cosechar en otras regiones del país. Además, existe un riesgo de alteraciones de orden público, que pueden afectar el transporte de los productos y su comercialización, como, por ejemplo, el paro camionero ocurrido en el año 2016, que ocasionó un alza en el precio de los alimentos de la canasta básica.
 - Riesgo financiero: se maneja un riesgo de crédito, que se refiere a la posibilidad de que una de las partes incumpla en el pago de sus obligaciones financieras, sobre todo los clientes con cupo de crédito. Para mitigar este riesgo, Riopaila revisa el comportamiento crediticio de los clientes en las centrales de riesgo, hace un estudio de análisis financiero y define otorgar un cupo máximo del 60% del patrimonio líquido de cada cliente.

- Riesgo de procesos internos: para mitigar este riesgo, en el año 2016 se creó el Manual de Comunicaciones Corporativas, que tiene como objetivo gestionar una comunicación eficiente y clara entre todos los grupos de interés (Riopaila Castilla, 2016).
- Riesgo Sindical: para mitigar este riesgo se creó un espacio llamado Puertas Abiertas, que consiste en un ambiente de diálogo con los trabajadores en el que se discuten temas como expectativas, inquietudes y oportunidades de mejora percibidas por los empleados. En el año 2016 se llevaron a cabo seis Puertas Abiertas en el Valle del Cauca y en Vichada, que contaron con la participación de 98 personas (Riopaila Castilla, 2016).
- Riesgo legal o de regulación: este riesgo es difícil de mitigar dado que depende de manera directa de las decisiones del Gobierno; sin embargo, se han hecho avances en los últimos años en la regulación de otros sustitutos de combustibles y energía y se tiene cierta incertidumbre sobre las nuevas decisiones para fijar los precios y la calidad de los biocombustibles que puedan entrar al país.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

Supuestos de operación

- Ventas estimadas

Para proyectar las ventas se tuvo en cuenta el plan estratégico de la empresa para 2025, que estipula la evolución de ser una empresa azucarera a una del sector agroindustrial con participación en los mercados de bioenergía, *commodities* y hortofrutícola. Según este modelo, para 2025 la empresa espera generar ingresos por COP1,73 billones, de los cuales 50% provendrán de la venta de azúcar y el otro 50% de la diversificación de las líneas de negocio (Riopaila Castilla, 2016).

Para calcular la proyección de ingresos se tuvieron en cuenta los siguientes supuestos en los que se toman en consideración variables macroeconómicas y

los hitos mostrados en el plan de despliegue a cinco años de la estrategia (Riopaila Castilla, 2017b, p. 36).

Ingresos por etanol: se tuvieron en cuenta el cambio de los precios ligados con la inflación y el incremento en la producción. De acuerdo con los planes de la compañía, en 2020 se contempla la entrada de una nueva destilería que duplicaría la capacidad productiva; sin embargo, el incremento para dicho año se supuso del 50%, con el fin de aumentar la capacidad productiva en forma paulatina hasta 2025 para llegar a ser del 190% (en comparación con 2017) para dicho año, en el que las dos destilerías funcionarían a su capacidad total. Habida cuenta de que esta meta fue establecida unos años antes, y que los resultados del año 2017 fueron muy adversos se estima que esa meta se podría lograr en el año 2027.

Ingresos por azúcar: de acuerdo con la diversificación buscada por el grupo y su meta de bajar los ingresos dependientes del azúcar al 50%, se redujo hasta 2020 la producción de azúcar en la misma tasa que creció la producción de etanol, puesto que la materia prima de ambos procesos es la misma. Además, debido a la naturaleza exportadora de esta línea, se considera que los ingresos variarían de acuerdo con el incremento del PIB ponderado entre Colombia y los principales países a los cuales se exporta este producto, de acuerdo a la distribución de las ventas entre los mismos.

Cogeneración: los ingresos tuvieron en cuenta las variaciones en los precios ligadas con la inflación y el incremento para 2019 de la producción de energía en 12,50%, debido a la entrada en operación de una nueva planta de cogeneración de 4,50 MW, que ya se encuentra registrada en la UPME (Unidad de Planeación Minero Energética).

Aceite de palma: se tuvo en cuenta a partir de 2017 la entrada paulatina en operación de la nueva planta de extracción correspondiente a la primera fase de ingreso en este negocio. Esta planta, estimada con una capacidad de producir 7.500 toneladas al año, se mantiene hasta el año 2024, cuando, si el modelo de negocio es exitoso, entraría en operación una planta de capacidad de 40.000

toneladas. También se tuvieron en cuenta los aumentos del precio ligados con la inflación.

Productos agrícolas y ganado: para estas líneas se supuso un incremento ligado al comportamiento del PIB colombiano. En específico, para la ganadería se conjeturó un incremento anual del 1% puesto que esta actividad requiere amplias extensiones de tierra y solo representa un porcentaje minoritario de los ingresos. Para los productos agrícolas se supuso la entrada paulatina (10% por año) de la operación de la empresa Sugranel, que fue adquirida en fecha reciente por el grupo.

- Costo de la mercancía vendida

Para este rubro se tomó como meta el desempeño del sector, en el que se tuvo un costo de mercancía vendida del 72% de las ventas.

A pesar de que en el año 2017 ese porcentaje en Riopaila Castilla estuvo un poco por encima del 90%, se estima que logrará llegar al 72% en el año 2027. La estimación se basa, no solo en el efecto positivo que tendrá la estrategia de diversificación con productos de mayor valor agregado, sino también porque, a comparación con el año 2017, no sería adecuada dado que ese comportamiento fue atípico. Por primera vez en 4 años la oferta mundial de azúcar superó la demanda, deprimiendo los precios. La salida de los inventarios y las cosechas en marcha implicarán un reacomodo logístico y operativo que, en la medida que avancen, llevarán la estructura de costos a sus niveles tradicionales. Según Bloomberg (citado en el informe de sostenibilidad de la empresa) la rentabilidad de la industria del azúcar, a nivel mundial fue del 28,8% en 2016 y de -25,0% en 2017.

- Gastos de administración y de comercialización

Para los gastos de administración se tomó un crecimiento de acuerdo con la variación de la inflación, debido a que son, en su mayoría, gastos de personal, mientras que para los gastos de ventas también se tomó como meta el

desempeño del sector, que se encuentra en un 3,5% de las ventas.

Supuestos de inversión

Se supuso una inversión constante cada año de COP10.000 millones con el fin de soportar actividades orientadas a buscar eficiencia en costos y en el proceso productivo. Para apoyar la estrategia y la mega meta de la compañía, en el año 2018 se estima una primera inversión de COP67.387 millones en una planta de generación de 4,5MW que entrará en operación en 2019, cuyo índice presupuestal se estima en 4.985 USD/kW. El mismo año se prevé una inversión de COP119.036 millones y otra en la misma cuantía el siguiente año (2019) en una nueva planta de etanol con capacidad de 100 millones de litros al año que entraría en operación en 2020 y cuya construcción durará dos años. Su índice presupuestal se estima en 3 USD/galón anual. Para 2023 se estima una inversión de COP119.036 millones en una nueva planta de aceite de palma en el proyecto Veracruz.

Capital de trabajo

Para proyectar las cuentas clasificadas como parte del capital de trabajo, es decir, las cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar, los inventarios, las cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar, los activos y los pasivos por impuestos corrientes y los activos biológicos de corto plazo, se analizó su evolución con base en la información histórica. Por tratarse de cuentas de naturaleza operativa se proyectaron como porcentaje de las ventas.

Hipótesis financieras

Debido a las pérdidas proyectadas de los años 2017, 2018 y 2019, la compañía comienza a requerir pasivos para financiar su operación y su inversión en los nuevos proyectos, lo que implica que durante los primeros cinco años de proyección se manejó una estructura de capital (cociente D/E) en promedio, de 2,48 y una ratio de deuda total sobre activos de 70%.

Sin embargo, en los años posteriores, con la estabilización del negocio y la diversificación de las ventas, se manejó un promedio de estructura de capital D/E de 1,2 y una ratio de deuda total sobre activos de 53%.

Impuestos

Para el cálculo de los impuestos se tomó la base aplicable al impuesto de renta. Sin embargo, en los años 2017 y 2018 se presentó una pérdida neta, por lo que el impuesto por pagar fue calculado con base en el 3,5% del patrimonio del año anterior, lo que se conoce como renta presuntiva, al igual que para el año 2019 donde la utilidad no era suficiente para pagar impuesto sobre la renta neta, sino sobre la renta presuntiva, pues su base gravable era mayor. Para los años siguientes se tomó como impuesto por pagar el 33% de la utilidad neta de la compañía, porcentaje definido en la última reforma tributaria del país.

FUENTES DE INFORMACIÓN CONFIABLES

Asociación de Cultivadores de Caña de Azúcar de Colombia, Asocaña . (2017b).

Sector azucarero colombiano. Cali: Asocaña. Obtenido de <http://www.asocana.org/modules/documentos/2/234.aspx>

Asociación de Cultivadores de Caña de Azúcar de Colombia, Asocaña. (2017a).

Sector agroindustrial de la caña. Cali: Asocaña. Obtenido de <http://www.asocana.org/Default.aspx>

Asociación Nacional de Instituciones Financieras, ANIF. (2015). *Mercados*

Industriales. Bogotá: ANIF. Obtenido de <http://www.anif.co/publicaciones/publicaciones-microsectoriales-y-pyme/mercados-industriales>

Banco de la Republica de Colombia. (2018). *Banco de la República - Colombia.*

Obtenido de <http://www.banrep.gov.co/>

Bloomberg. (2018). *Bloomberg.* Nueva York, NY: Bloomberg. Obtenido de

Bloomberg.com

Damodaran. (2018). *Damodaran Online.* Nueva York, NY: New York University,

Stern School of Business. Obtenido de <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

EMIS Benchmark (s.f.). (s.f.). *EMIS Benchmark.* EMIS Benchmark. Obtenido de

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

Fondo Monetario Internacional, FMI. (2017). *Perspectivas de la economía mundial; en busca del crecimiento sostenible. Recuperación a corto plazo,*

- desafíos a largo plazo*. Washington, DC: FMI. Obtenido de www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2017/09/19/world-economic-outlook-october-2017
- Frankel, J. A. (2006). The effect of monetary policy on real commodity prices. *National Bureau of Economic Research working paper 12713*. Obtenido de <http://www.nber.org/papers/w12713>
- Gazprombank Group (s.f.). (s.f.). *Gazprombank*. Obtenido de <http://www.gazprombank.ru>
- González, M. C. (30 de Diciembre de 2016). Revolcón de las gasolineras tocará al 76 por ciento del mercado. *Portafolio*. Obtenido de <http://www.portafolio.co/negocios/asi-es-el-mercado-de-las-gasolineras-en-colombia-502530>
- International Monetary Fund, IMF. (january 2018). *World economic outlook update*. Washington, DC: IMF. Obtenido de <http://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/01/11/world-economic-outlook-update-january-2018>
- International Sugar Organization, Isosugar. (2016). *Isosugar*. Londres: Isosugar. Obtenido de <http://www.isosugar.org>
- Market Watch (s.f.). (s.f.). *Market watch-investing-stock*. *Market Watch*. Obtenido de <https://www.marketwatch.com>
- Riopaila Castilla. (2016). *Informe de sostenibilidad y gestión 2016*. Cali: Riopaila Castilla. Obtenido de <https://www.riopaila-castilla.com/wp-content/uploads/2017/06/Informe-Sostenibilidad-y-Gestion-Riocas-2016.pdf>
- Riopaila Castilla. (2017a). *Formato 034: envío de información contable a la Superintendencia de Valores*. Cali: Riopaila Castilla.
- Riopaila Castilla. (2017b). *Presentación del informe anual de sostenibilidad y gestión-Asamblea general de accionistas*. Cali: Riopaila Castilla. Obtenido de <https://www.riopaila-castilla.com/>
- Riopaila Castilla. (2017c, 12 de diciembre). *Riopaila Castilla*. Cali: Riopaila Castilla. Obtenido de www.riopaila-castilla.com
- United States Department of Agriculture, USDA, Foreign Agricultural Service. (2017a). *Colombia Biofuels Annual*. Washington, DC. USDA Foreign

Agricultural Service. Obtenido de
<https://www.fas.usda.gov/data/colombia-biofuels-annual-2>
United States Department of Agriculture, USDA, Foreign Agricultural Service.
(2017b). *Colombia Sugar Annual*. Washington, DC. USDA Foreign
Agricultural Service. Obtenido de
<https://www.fas.usda.gov/data/colombia-sugar-annual-2>
Yahoo (s.f.). (s.f.). *Yahoo Finance*. Yahoo Finance. Obtenido de
<https://finance.yahoo.com/>

ACTIVO	2013	2014	2015	2016
Activo corriente				
Disponible y equivalentes al efectivo	15.244.199	14.827.556	9.447.844	6.529.743
Inversiones	1.079.045	88.045	14.556.513	4.032.643
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	113.099.557	115.069.896	140.286.358	125.492.418
Activos por impuestos corrientes	12.841.467	21.240.990	13.114.195	17.441.522
Inventarios	68.664.664	60.106.386	44.274.065	43.371.626
Activos biológicos	34.116.846	42.110.454	35.873.891	43.471.991
Otros activos	6.159.152	8.439.860	8.305.236	8.526.938
Total de activo corriente	251.204.930	261.883.187	265.858.102	248.866.880
Activo no corriente				
Inversiones en asociadas, negocios conjuntos y de patrimonio	64.740.415	69.647.426	74.047.812	72.044.514
Activos biológicos	37.123.171	43.737.467	51.916.378	58.587.495
Propiedades, planta y equipo	602.752.281	741.343.151	875.794.235	890.189.820
Activos por impuestos diferidos	103.225.490	116.652.972	99.369.896	74.856.891
Otros activos	31.557	27.807	24.058	20.309
Total de activos no corrientes	807.872.914	971.408.823	1.101.152.379	1.095.699.029
TOTAL DE ACTIVOS	1.059.077.844	1.233.292.010	1.367.010.480	1.344.565.909
PASIVO	2013	2014	2015	2016

Pasivo corriente				
Obligaciones financieras	13.260.239	90.572.759	18.973.143	45.100.007
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	70.884.980	92.183.109	109.844.871	149.573.134
Provisiones por beneficios a los empleados	8.172.782	11.815.921	13.172.314	15.031.431
Otras provisiones	4.371.252	4.086.669	49.014.127	8.801.238
Pasivos por impuestos corrientes	8.696.717	11.998.870	19.753.473	14.046.587
Otros pasivos	4.724.931	9.010.979	14.202.780	6.479.533
Total de pasivo corriente	110.110.900	219.668.307	224.960.708	239.031.929
Pasivo no corriente				
Obligaciones financieras	285.879.544	330.311.545	465.151.972	396.291.852
Cuentas comerciales por pagar y otras cuentas por pagar	39.746	39.746	39.746	242.905
Provisiones por beneficios a los empleados	22.092.254	22.674.399	22.977.160	24.678.515
Pasivo por impuestos diferidos	171.883.175	181.796.006	170.968.619	164.078.929
Otros pasivos	-	-	1.734	14.321
Total de pasivo no corriente	479.894.719	534.821.697	659.154.837	585.306.521
TOTAL DE PASIVOS	590.005.620	754.490.004	884.115.545	824.338.450
PATRIMONIO				
Capital emitido	469.072.227	478.802.006	482.894.935	520.227.459
TOTAL DE PATRIMONIO	469.072.227	478.802.006	482.894.935	520.227.459
TOTAL DE PASIVO Y PATRIMONIO	1.059.077.844	1.233.292.010	1.367.010.480	1.344.565.909

Fuente: elaboración propia

ACTIVO	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Activo corriente											
Exceso de caja	0	0	0	0	0	0	16.068.514	133.892.225	284.569.053	469.724.438	697.998.974
Disponible y equivalentes al efectivo	6.828.688	7.099.817	7.428.428	8.408.866	8.828.117	9.223.749	9.584.595	10.414.561	10.793.540	11.012.476	11.220.577
Inversiones	4.032.643	4.032.643	4.032.643	4.032.643	4.032.643	4.032.643	4.032.643	4.032.643	4.032.643	4.032.643	4.032.643
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	131.237.721	136.448.442	142.763.876	161.606.503	169.663.909	177.267.393	184.202.344	200.153.118	207.436.553	211.644.201	215.643.609
Activos por impuestos corrientes	18.240.031	18.964.241	19.841.990	22.460.826	23.580.682	24.637.450	25.601.302	27.818.215	28.830.500	29.415.299	29.971.155
Inventarios	45.357.269	47.158.154	49.340.841	55.853.070	58.637.802	61.265.654	63.662.453	69.175.224	71.692.463	73.146.675	74.528.917
Activos biológicos	45.462.229	47.267.282	49.455.019	55.982.318	58.773.494	61.407.427	63.809.772	69.335.301	71.858.365	73.315.942	74.701.382
Otros activos	8.526.938	8.526.938	8.526.938	8.526.938	8.526.938	8.526.938	8.526.938	8.526.938	8.526.938	8.526.938	8.526.938
Total de activo corriente	8.526.938	8.526.938	8.526.938	8.526.938	8.526.938	8.526.938	8.526.938	8.526.938	8.526.938	8.526.938	8.526.938
Activo no corriente											
Inversiones en asociadas	72.044.514	72.044.514	72.044.514	72.044.514	72.044.514	72.044.514	72.044.514	72.044.514	72.044.514	72.044.514	72.044.514
Activos biológicos	61.269.752	63.702.434	66.650.862	75.447.747	79.209.434	82.759.203	85.996.860	93.443.652	96.844.002	98.808.388	100.675.555
Propiedades, planta y equipo	859.252.167	1.014.375.846	1.094.450.467	1.051.395.162	1.007.978.033	964.199.079	961.278.301	915.284.259	868.928.392	822.210.701	775.131.186

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, 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 por impuestos diferidos	74.856.891	74.856.891	74.856.891	74.856.891	74.856.891	74.856.891	74.856.891	74.856.891	74.856.891	74.856.891	74.856.891
Otros activos	20.309	20.309	20.309	20.309	20.309	20.309	20.309	20.309	20.309	20.309	20.309
Total de activos no corrientes	1.067.443.633	1.224.999.994	1.308.023.044	1.273.764.623	1.234.109.181	1.193.879.996	1.194.196.875	1.155.649.624	1.112.694.108	1.067.940.804	1.022.728.456
TOTAL DE ACTIVOS	1.327.129.153	1.494.497.513	1.589.412.780	1.590.635.787	1.566.152.765	1.540.241.249	1.569.685.435	1.678.997.849	1.800.434.162	1.948.759.415	2.139.352.651

Fuente: elaboración propia

PASIVO	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Pasivo corriente											
Obligaciones financieras	47.164.779	49.037.430	51.307.098	58.078.843	60.974.548	63.707.121	66.199.434	71.931.892	74.549.444	76.061.607	77.498.931
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	156.420.902	162.631.508	170.158.809	192.617.144	202.220.683	211.283.199	219.548.896	238.560.461	247.241.513	252.256.566	257.023.420
Provisiones por beneficios a los empleados	15.031.431	15.031.431	15.031.431	15.031.431	15.031.431	15.031.431	15.031.431	15.031.431	15.031.431	15.031.431	15.031.431
Otras provisiones	8.801.238	8.801.238	8.801.238	8.801.238	8.801.238	8.801.238	8.801.238	8.801.238	8.801.238	8.801.238	8.801.238
Pasivos por impuestos corrientes	14.689.669	15.272.914	15.979.812	18.088.900	18.990.780	19.841.851	20.618.092	22.403.490	23.218.738	23.689.708	24.137.368
Otros pasivos	6.479.533	6.479.533	6.479.533	6.479.533	6.479.533	6.479.533	6.479.533	6.479.533	6.479.533	6.479.533	6.479.533
Total de pasivo corriente	248.587.552	257.254.054	267.757.921	299.097.089	312.498.213	325.144.373	336.678.624	363.208.045	375.321.897	382.320.082	388.971.922
Pasivo no corriente											
Obligaciones financieras (iniciales)	396.291.852	396.291.852	396.291.852	396.291.852	396.291.852	396.291.852	396.291.852	396.291.852	396.291.852	396.291.852	396.291.852
Cuentas comerciales por pagar y otras cuentas por pagar	242.905	242.905	242.905	242.905	242.905	242.905	242.905	242.905	242.905	242.905	242.905
Provisiones por beneficios a los empleados	24.678.515	24.678.515	24.678.515	24.678.515	24.678.515	24.678.515	24.678.515	24.678.515	24.678.515	24.678.515	24.678.515
Pasivo por impuestos diferidos	164.078.929	164.078.929	164.078.929	164.078.929	164.078.929	164.078.929	164.078.929	164.078.929	164.078.929	164.078.929	164.078.929
Otros pasivos	14.321	14.321	14.321	14.321	14.321	14.321	14.321	14.321	14.321	14.321	14.321
PASIVOS FINANCIEROS REQUERIDOS	6.902.163	195.094.050	269.370.499	191.133.357	120.712.745	40.390.840	0	0	0	0	0
Total de pasivo no corriente	592.208.685	780.400.572	854.677.021	776.439.879	706.019.267	625.697.362	585.306.522	585.306.522	585.306.522	585.306.522	585.306.522
TOTAL DE PASIVOS	840.796.238	1.037.654.626	1.122.434.942	1.075.536.968	1.018.517.480	950.841.735	921.985.146	948.514.567	960.628.419	967.626.604	974.278.444
PATRIMONIO											
Capital emitido	7.974.480	7.974.480	7.974.480	7.974.480	7.974.480	7.974.480	7.974.480	7.974.480	7.974.480	7.974.480	7.974.480
Utilidades retenidas	478.358.435	448.868.406	459.003.358	507.124.340	539.660.805	581.425.034	639.725.809	722.508.801	831.831.264	973.158.331	1.157.099.727
TOTAL DE PATRIMONIO	486.332.915	456.842.886	466.977.838	515.098.820	547.635.285	589.399.514	647.700.289	730.483.281	839.805.744	981.132.811	1.165.074.207
TOTAL DE PASIVO Y PATRIMONIO	1.327.129.153	1.494.497.513	1.589.412.780	1.590.635.787	1.566.152.765	1.540.241.249	1.569.685.435	1.678.997.849	1.800.434.162	1.948.759.415	2.139.352.651

Fuente: elaboración propia

	2014	2015	2016
Ingresos operacionales	735,845,132	970,993,144	1,119,177,986
Costo de ventas	-583,241,509	-748,128,654	-896,323,137
Utilidad bruta	152,603,623	222,864,490	222,854,849
Gastos de administración	-36.627.087	-48.147.865	-47.721.411
Gastos de ventas	-60.998.691	-60.799.828	-54.099.432
Sanción de la Superintendencia de Industria y Comercio		-40.157.825	
Otros ingresos - Otros egresos			
Utilidad operativa	54.977.845	73.758.972	121.034.006
Ingresos financieros	15.120.196	21.561.623	12.300.546
Gastos financieros	-49.576.624	-65.930.511	-62.616.410
Resultado de la participación en subordinadas	4.080.530	7.860.666	6.384.870
Otros ingresos (gastos)	3.382.557	5.540.380	7.165.626
Utilidad antes de impuesto de renta	27.984.504	42.791.130	84.268.638
Impuesto sobre la renta corriente	-5.976.604	-22.782.781	-19.303.244
Impuesto sobre la renta diferido	-2.013.333	-3.591.091	-5.043.441
Utilidad neta del ejercicio	19.994.567	16.417.258	59.921.953
Utilidad por acción			
Número de acciones	59.734	59.734	59.734
Utilidad por acción	335	275	1.003

Fuente: elaboración propia

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ingresos operacionales	1.170.416.277	1.216.887.008	1.273.209.888	1.441.253.930	1.513.112.222	1.580.922.313	1.642.770.228	1.785.023.884	1.849.979.679	1.887.504.713	1.923.172.603
Costo de ventas	-1.058.408.988	-1.075.484.738	-1.080.955.195	-1.219.300.825	-1.275.553.60	-1.328.923.29	-1.358.242.42	-1.448.189.877	-1.461.113.950	-1.435.069.833	-1.386.222.812
Utilidad bruta	112.007.288	141.402.270	192.254.693	221.953.105	237.558.619	251.999.017	284.527.803	336.834.007	388.865.728	452.434.880	536.949.791
Gastos de administración	-49.630.267	-51.168.806	-52.703.870	-54.284.986	-55.913.536	-57.590.942	-59.318.670	-61.098.230	-62.931.177	-64.819.112	-66.763.686
Gastos de ventas	-52.434.774	-52.934.715	-53.729.593	-58.947.440	-59.919.405	-60.549.493	-60.782.674	-63.725.543	-63.639.498	-64.930.364	-66.157.343
Utilidad operativa	9.942.247	37.298.750	85.821.230	108.720.680	121.725.678	133.858.582	164.426.460	212.010.234	262.295.053	322.685.404	404.028.762
Ingresos financieros	12.300.546	12.300.546	12.300.546	12.300.546	12.300.546	12.300.546	12.300.546	12.300.546	12.300.546	12.300.546	12.300.546
Gastos financieros	-62.616.410	-62.616.410	-62.616.410	-62.616.410	-62.616.410	-62.616.410	-62.616.410	-62.616.410	-62.616.410	-62.616.410	-62.616.410
Gastos (ingresos) financieros (Ajuste)	-880.716	-24.406.266	-33.644.375	-23.834.330	-15.028.737	-5.020.581	867.700	7.256.959	15.480.556	25.646.954	38.250.344
Resultado de la participación en subordinadas	6.384.870	6.384.870	6.384.870	6.384.870	6.384.870	6.384.870	6.384.870	6.384.870	6.384.870	6.384.870	6.384.870
Otros ingresos	14.797.027	14.797.027	14.797.027	14.797.027	14.797.027	14.797.027	14.797.027	14.797.027	14.797.027	14.797.027	14.797.027
Otros gastos	-7.631.401	-7.631.401	-7.631.401	-7.631.401	-7.631.401	-7.631.401	-7.631.401	-7.631.401	-7.631.401	-7.631.401	-7.631.401
Utilidad antes de impuesto de renta	-27.703.837	-23.872.884	15.411.487	48.120.982	69.931.573	92.072.632	128.528.792	182.501.824	241.010.242	311.566.990	405.513.738

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Impuesto sobre la renta corriente	0	0	0	-15.879.924	-23.077.419	-30.383.969	-42.414.501	-60.225.602	-79.533.380	-102.817.107	-133.819.534
Tipo de impuesto											
Renta presuntiva	Presuntivo	Presuntivo	Presuntivo	Ordinario	Ordinario	Ordinario	Ordinario	Ordinario	Ordinario	Ordinario	Ordinario
Impuesto de renta Presuntivo	18.207.961	17.021.652	15.989.501	16.344.224	18.028.459	19.167.235	20.628.983	22.669.510	25.566.915	29.393.201	34.339.648
Pérdidas fiscales acumuladas	-6.190.707	-5.617.145	-5.276.535	0	0	0	0	0	0	0	0
Compensación posible por pérdidas fiscales	-6.190.707	-11.807.852	-17.084.387	-1.204.463	0	0	0	0	0	0	0
Compensación por pérdidas fiscales	0	0	0	31.776.758	51.903.114	72.905.397	107.899.809	159.832.314	215.443.327	282.173.789	371.174.090
Utilidad del ejercicio de operaciones continuadas	-33.894.544	-29.490.029	10.134.951	48.120.982	48.058.617	61.688.664	86.114.290	122.276.222	161.476.862	208.749.883	271.694.205
Utilidad por acción											
Número de acciones	59.734	59.734	59.734	59.734	59.734	59.734	59.734	59.734	59.734	59.734	59.734
Utilidad por acción	-567	-494	170	806	805	1.033	1.442	2.047	2.703	3.495	4.548
Dividendos	0	0	0	0	-15.522.152	-19.924.435	-27.813.515	-39.493.231	-52.154.399	-67.422.816	-87.752.808
Utilidades retenidas	-33.894.544	-29.490.029	10.134.951	48.120.982	32.536.466	41.764.229	58.300.775	82.782.992	109.322.462	141.327.067	183.941.396

Fuente: elaboración propia

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, 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.

Análisis horizontal				
Balance general				
ACTIVO	2014	2015	2016	
Activo corriente				
Disponible y equivalentes al efectivo	-2,73%	-36,28%	-30,89%	
Inversiones	-91,84%	16433,04%	-72,30%	
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	1,74%	21,91%	-10,55%	
Activos por impuestos corrientes	65,41%	-38,26%	33,00%	
Inventarios	-12,46%	-26,34%	-2,04%	
Activos biológicos	23,43%	-14,81%	21,18%	
Otros activos	37,03%	-1,60%	2,67%	
Total de activo corriente	4,25%	1,52%	-6,39%	
Activo no corriente				
Inversiones en asociadas, negocios conjuntos y de patrimonio	7,58%	6,32%	-2,71%	
Activos biológicos	17,82%	18,70%	12,85%	
Propiedades, planta y equipo	22,99%	18,14%	1,64%	
Activos por impuestos diferidos	13,01%	-14,82%	-24,67%	
Otros activos	-11,88%	-13,48%	-15,58%	
Total de activos no corrientes	20,24%	13,36%	-0,50%	
TOTAL DE ACTIVOS	16,45%	10,84%	-1,64%	

PASIVO

Pasivo corriente

Obligaciones financieras	583,04%	-79,05%	137,70%
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	30,05%	19,16%	36,17%
Provisiones por beneficios a los empleados	44,58%	11,48%	14,11%
Otras provisiones	-6,51%	1099,37%	-82,04%

Pasivos por impuestos corrientes	37,97%	64,63%	-28,89%
Otros pasivos	90,71%	57,62%	-54,38%
Total de pasivo corriente	99,50%	2,41%	6,25%
Pasivo no corriente			
Obligaciones financieras	15,54%	40,82%	-14,80%
Cuentas comerciales por pagar y otras cuentas por pagar	0,00%	0,00%	511,14%
Provisiones por beneficios a los empleados	2,64%	1,34%	7,40%
Pasivo por impuestos diferidos	5,77%	-5,96%	-4,03%
Otros pasivos			-17,42%
Total de pasivo no corriente	11,45%	23,25%	-11,20%
TOTAL DE PASIVOS	27,88%	17,18%	-6,76%
PATRIMONIO			
Capital emitido	0,00%	0,00%	0,00%
TOTAL DE PATRIMONIO	2,07%	0,85%	7,73%
TOTAL DE PASIVO Y PATRIMONIO	16,45%	10,84%	-1,64%

**Análisis horizontal
Estado de resultados**

	2015	2016
Ingresos operacionales	31,96%	15,26%
Costo de ventas	28,27%	19,81%
Utilidad bruta	46,04%	0,00%
Gastos de administración	31,45%	-0,89%
Gastos de ventas	-0,33%	-11,02%
Sanción de la Superintendencia de Industria y Comercio		
Otros ingresos - Otros egresos		
Utilidad operativa	34,16%	64,09%
Ingresos financieros	42,60%	-42,95%
Gastos financieros	32,99%	-5,03%

Resultado de participación en subordinadas	92,64%	-18,77%
Otros ingresos (gastos)	63,79%	29,33%
Utilidad antes de impuesto de renta	52,91%	96,93%
Impuesto sobre la renta corriente	281,20%	-15,27%
Impuesto sobre la renta diferido	78,37%	40,44%
Utilidad neta del ejercicio	-17,89%	264,99%

Análisis vertical				
Balance general				
ACTIVO	2014	2015	2016	
Activo corriente				
Disponible y equivalentes al efectivo	1,20%	0,69%	0,49%	
Inversiones	0,01%	1,06%	0,30%	
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	9,33%	10,26%	9,33%	
Activos por impuestos corrientes	1,72%	0,96%	1,30%	
Inventarios	4,87%	3,24%	3,23%	
Activos biológicos	3,41%	2,62%	3,23%	
Otros activos	0,68%	0,61%	0,63%	
Total de activo corriente	21,23%	19,45%	18,51%	
Activo no corriente	0,00%	0,00%	0,00%	
Inversiones en asociadas, negocios conjuntos y de patrimonio	5,65%	5,42%	5,36%	
Activos biológicos	3,55%	3,80%	4,36%	
Propiedades, planta y equipo	60,11%	64,07%	66,21%	
Activos por impuestos diferidos	9,46%	7,27%	5,57%	
Otros activos	0,00%	0,00%	0,00%	
Total de activos no corrientes	78,77%	80,55%	81,49%	
TOTAL DE ACTIVOS	100,00%	100,00%	100,00%	

PASIVO			
Pasivo corriente			
Obligaciones financieras	7,34%	1,39%	3,35%
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	7,47%	8,04%	11,12%
Provisiones por beneficios a los empleados	0,96%	0,96%	1,12%
Otras provisiones	0,33%	3,59%	0,65%
Pasivos por impuestos corrientes	0,97%	1,45%	1,04%
Otros pasivos	0,73%	1,04%	0,48%
Total de pasivo corriente	17,81%	16,46%	17,78%
Pasivo no corriente			
Obligaciones financieras	26,78%	34,03%	29,47%
Cuentas comerciales por pagar y otras cuentas por pagar	0,00%	0,00%	0,02%
Provisiones por beneficios a los empleados	1,84%	1,68%	1,84%
Pasivo por impuestos diferidos	14,74%	12,51%	12,20%
Otros pasivos	0,00%	0,00%	0,00%
Total de pasivo no corriente	43,37%	48,22%	43,53%
TOTAL DE PASIVOS	61,18%	64,68%	61,31%
PATRIMONIO			
Capital emitido	0,75%	0,65%	0,58%
TOTAL DE PATRIMONIO	38,82%	35,32%	38,69%
TOTAL DE PASIVO Y PATRIMONIO	100,00%	100,00%	100,00%

Análisis vertical			
Estado de resultados			
	2014	2015	2016

Ingresos operacionales	100,00%	100,00%	100,00%
Costo de ventas	-79,26%	-77,05%	-80,09%
Utilidad bruta	20,74%	22,95%	19,91%
Gastos de administración	-4,98%	-4,96%	-4,26%
Gastos de ventas	-8,29%	-6,26%	-4,83%
Sanción de la Superintendencia de Industria y Comercio	0,00%	-4,14%	0,00%
Otros ingresos - Otros egresos	0,00%	0,00%	0,00%
Utilidad operativa	7,47%	7,60%	10,81%
Ingresos financieros	2,05%	2,22%	1,10%
Gastos financieros	-6,74%	-6,79%	-5,59%
Resultado en participación en subordinadas	0,55%	0,81%	0,57%
Otros ingresos (gastos)	0,46%	0,57%	0,64%
Utilidad antes de impuesto de renta	3,80%	4,41%	7,53%
Impuesto sobre la renta corriente	-0,81%	-2,35%	-1,72%
Impuesto sobre la renta diferido	-0,27%	-0,37%	-0,45%
Utilidad neta del ejercicio	2,72%	1,69%	5,35%

Fuente: elaboración propia

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO
MÉTODO DEL FLUJO DE CAJA LIBRE
 (valores expresados en miles de pesos colombianos)

		2014	2015	2016
Ingresos operacionales	OP	735.845.132	970.993.144	1.119.177.986
Costo de ventas	OP	-583.241.509	-748.128.654	-896.323.137
Utilidad bruta	OP	152.603.623	222.864.490	222.854.849
Gastos de administración	OP	-36.627.087	-48.147.865	-47.721.411
Gastos de ventas	OP	60.998.691	-60.799.828	-54.099.432
Sanción de la Superintendencia de Industria y Comercio	OP	-	-40.157.825	-
Utilidad operativa	OP	54.977.845	73.758.972	121.034.006
Impuesto de renta operativo	OP	-15.696.884	-45.460.582	-34.968.844
Utilidad neta operativa	OP	39.280.961	28.298.390	86.065.162
Depreciación	OP	19.865.515	34.355.728	39.005.473
FLUJO DE CAJA OPERATIVO BRUTO DISPONIBLE PARA INVERSIONES OPERATIVAS		59.146.476	62.654.118	125.070.635
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	OP	-1.970.339	-25.216.462	14.793.940
Activos por impuestos corrientes	OP	-8.399.523	8.126.795	-4.327.327
Inventarios	OP	8.558.278	15.832.321	902.439
Activos biológicos (corto plazo)	OP	-7.993.608	6.236.563	-7.598.100
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar (corto plazo)	OP	21.298.129	17.661.762	39.728.263
Provisiones por beneficios a los empleados (corto plazo)	OP	3.643.139	1.356.393	1.859.117
Pasivos por impuestos corrientes	OP	3.302.153	7.754.603	-5.706.886
CAPITAL DE TRABAJO NETO OPERATIVO		18.438.229	31.751.975	39.651.446
FLUJO DE CAJA OPERATIVO DISPONIBLE PARA INVERSIONES EN ACTIVOS FIJOS Y OTROS OPERATIVOS		77.584.704.83	94.406.092.72	164.722.081.45
Activos biológicos (largo plazo)	OP	-6,614,296	-8,178,911	-6,671,117
Propiedades, planta y equipo (bruto)	OP	-158.456.385	-168.806.812	-53.401.058

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, 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 por impuestos diferidos	OP	-13.427.482	17.283.076	24.513.005
Cuentas comerciales por pagar y otras cuentas por pagar (largo plazo)	OP	-	-	203.159
Provisiones por beneficios a los empleados (largo plazo)	OP	582.145	302.761	1.701.355
Pasivo por impuestos diferidos	OP	9.912.835	-10.827.388	-6.889.690
CAPITAL INVERTIDO EN ACTIVOS FIJOS Y OTROS OPERATIVOS		-168.003.183	-170.227.274	-40.544.346
CAPITAL INVERTIDO OPERATIVO		-149.564.954	-138.475.299	-892.900
FLUJO DE CAJA LIBRE OPERATIVO		-90.418.478	-75.821.181	124.177.735
Otros ingresos después de impuestos	NOP	5.332.279	5.141.449	9.635.520
Otros egresos después de impuestos	NOP	-	-	-
Ingresos financieros después de impuestos	NOP	10.803.185	8.272.339	8.746.703
FLUJO DE CAJA NO OPERATIVO BRUTO DISPONIBLE PARA INVERSIONES NO OPERATIVAS		16.135.464	13.413.788	18.382.223
Inversiones	NOP	991.000	-14.468.468	10.523.870
Otros activos (corto plazo)	NOP	-2.280.708	134.624	-221.702
Inversiones en asociadas, negocios conjuntos y de patrimonio	NOP	-4.907.011	-4.400.386	2.003.298
Otros activos (largo plazo)	NOP	3.750	3.749	3.749
Otras provisiones	NOP	-284.583	44.927.458	-40.212.889
Otros pasivos (corto plazo)	NOP	4.286.048	5.191.801	-7.723.247
Otros pasivos (largo plazo)	NOP	-	17.341	-3.021
CAPITAL INVERTIDO NO OPERATIVO NETO		-2.191.504	31.406.119	-35.629.942
FLUJO DE CAJA LIBRE NO OPERATIVO		13.943.960.29	44.819.907.26	-17.247.718.67
FLUJO DE CAJA LIBRE DE LA EMPRESA (FCFF)		-76.474.518	-31.001.274	106.930.017
Obligaciones financieras (corto plazo)	FIN	77.312.520	-71.599.616	26.126.864
Obligaciones financieras (largo plazo)	FIN	44.432.001	134.840.427	-68.860.120
Gastos financieros después de impuestos	FIN	-35.421.858	-25.294.920	-44.525.433
FLUJO DE CAJA DE LA DEUDA		86.322.663	37.945.891	-87.258.689
FLUJO DE CAJA DISPONIBLE PARA LOS ACCIONISTAS		9.848.145	6.944.617	19.671.328
Dividendos	FIN	-10.264.788	-12.324.329	-22.589.429
FLUJO DE CAJA DE LOS ACCIONISTAS		-10.264.788	-12.324.329	-22.589.429

AUMENTO O DISMINUCIÓN DE CAJA

-416.643

-5.379.712

-2.918.101

Nota: OP = partida operativa

NOP = partida no operativa

FIN = partida financiera

Fuente: elaboración propia

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO											
MÉTODO DEL FLUJO DE CAJA LIBRE											
(valores expresados en miles de pesos colombianos)											
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ingresos operacionales	OP	1.216.887.008	1.273.209.888	1.441.253.930	1.513.112.222	1.580.922.313	1.642.770.228	1.785.023.884	1.849.979.679	1.887.504.713	1.923.172.603
Costo de ventas	OP	-1.075.484.738	-1.080.955.195	-1.219.300.825	-1.275.553.603	-1.328.923.296	-1.358.242.424	-1.448.189.877	-1.461.113.950	-1.435.069.833	-1.386.222.812
Utilidad bruta	OP	141.402.270	192.254.693	221.953.105	237.558.619	251.999.017	284.527.803	336.834.007	388.865.728	452.434.880	536.949.791
Gastos de administración	OP	-51.168.806	-52.703.870	-54.284.986	-55.913.536	-57.590.942	-59.318.670	-61.098.230	-62.931.177	-64.819.112	-66.763.686
Gastos de ventas	OP	-52.934.715	-53.729.593	-58.947.440	-59.919.405	-60.549.493	-60.782.674	-63.725.543	-63.639.498	-64.930.364	-66.157.343
Utilidad operativa	OP	37.298.750	85.821.230	108.720.680	121.725.678	133.858.582	164.426.460	212.010.234	262.295.053	322.685.404	404.028.762
Impuesto operativo	OP	-5.617.145	-5.276.535	-35.877.824	-40.169.474	-44.173.332	-54.260.732	-69.963.377	-86.557.368	-106.486.183	-133.329.492
Utilidad neta operativa	OP	31.681.605	80.544.695	72.842.855	81.556.204	89.685.250	110.165.728	142.046.857	175.737.686	216.199.221	270.699.271
DEPRECIACIÓN	OP	41.299.477	48.406.544	53.055.305	53.417.130	53.778.954	54.140.778	55.994.042	56.355.866	56.717.691	57.079.515
Compensación por pérdidas fiscales	OP	0	0	15.879.924	1.204.463	0	0	0	0	0	0
FLUJO DE CAJA OPERATIVO BRUTO DISPONIBLE PARA INVERSIONES OPERATIVAS		72.981.082	128.951.239	141.778.085	136.177.797	143.464.204	164.306.506	198.040.899	232.093.552	272.916.911	327.778.786
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	OP	-5.210.721	-6.315.434	-18.842.627	-8.057.405	-7.603.484	-6.934.951	-15.950.774	-7.283.435	-4.207.648	-3.999.408
Inventarios	OP	-1.800.885	-2.182.687	-6.512.229	-2.784.732	-2.627.852	-2.396.799	-5.512.771	-2.517.239	-1.454.212	-1.382.242
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	OP	6.210.605	7.527.301	22.458.335	9.603.539	9.062.515	8.265.697	19.011.565	8.681.052	5.015.053	4.766.854

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, 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 por impuestos corrientes	OP	-724.210	-877.748	-2.618.836	-1.119.856	-1.056.768	-963.852	-2.216.913	-1.012.286	-584.799	-555.856
Pasivos por impuestos corrientes	OP	583.245	706.898	2.109.088	901.880	851.071	776.241	1.785.398	815.248	470.969	447.661
Activos biológicos (corto plazo)	OP	-1.805.053	-2.187.738	-6.527.299	-2.791.176	-2.633.933	-2.402.345	-5.525.528	-2.523.064	-1.457.577	-1.385.440
CAPITAL DE TRABAJO NETO OPERATIVO		-2.747.019	-3.329.408	-9.933.568	-4.247.751	-4.008.450	-3.656.009	-8.409.024	-3.839.724	-2.218.213	-2.108.432
FLUJO DE CAJA OPERATIVO DISPONIBLE PARA INVERSIONES EN ACTIVOS FIJOS Y OTROS OPERATIVOS		70.234.063	125.621.831	131.844.517	131.930.046	139.455.754	160.650.498	189.631.875	228.253.828	270.698.698	325.670.354
Activos biológicos (largo plazo)	OP	-2.432.682	-2.948.429	-8.796.884	-3.761.687	-3.549.769	-3.237.657	-7.446.792	-3.400.350	-1.964.386	-1.867.167
Propiedades, planta y equipo (bruto)	OP	-196.423.157	-128.481.165	-10.000.000	-10.000.000	-10.000.000	-51.220.000	-10.000.000	-10.000.000	-10.000.000	-10.000.000
CAPITAL INVERTIDO EN ACTIVOS FIJOS Y OTROS OPERATIVOS		-198.855.838	-131.429.594	-18.796.884	-13.761.687	-13.549.769	-54.457.657	-17.446.792	-13.400.350	-11.964.386	-11.867.167
CAPITAL INVERTIDO OPERATIVO		-201.602.857	-134.759.002	-28.730.452	-18.009.438	-17.558.219	-58.113.665	-25.855.815	-17.240.075	-14.182.599	-13.975.599
FLUJO DE CAJA LIBRE OPERATIVO		-128.621.775	-5.807.763	113.047.633	118.168.359	125.905.985	106.192.841	172.185.083	214.853.477	258.734.312	313.803.187
Otros ingresos después de impuestos	NOP	21.181.897	21.181.897	14.191.871	14.191.871	14.191.871	14.191.871	14.191.871	14.191.871	14.191.871	14.191.871
Otros egresos después de impuestos	NOP	-7.631.401	-7.631.401	-5.113.039	-5.113.039	-5.113.039	-5.113.039	-5.113.039	-5.113.039	-5.113.039	-5.113.039
Ingresos financieros después de impuestos	NOP	12.300.546	12.300.546	8.241.366	8.241.366	8.241.366	8.241.366	8.241.366	8.241.366	8.241.366	8.241.366

FUJO DE CAJA NO OPERATIVO BRUTO DISPONIBLE PARA INVERSIONES NO OPERATIVAS		25.851.042	25.851.042	17.320.198	17.320.198	17.320.198	17.320.198	17.320.198	17.320.198	17.320.198	17.320.198
Inversiones	NOP	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
CAPITAL INVERTIDO NO OPERATIVO NETO		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FLUJO DE CAJA LIBRE NO OPERATIVO		25.851.042	25.851.042	17.320.198	17.320.198	17.320.198	17.320.198	17.320.198	17.320.198	17.320.198	17.320.198
FLUJO DE CAJA LIBRE DE LA EMPRESA (FCFF)		-102.770.733	20.043.279	130.367.831	135.488.557	143.226.183	123.513.039	189.505.282	232.173.676	276.054.510	331.123.385
Gastos financieros después de impuestos	FIN	-87.022.676	-96.260.785	-57.921.996	-52.022.248	-45.316.784	-41.371.636	-37.090.832	-31.581.022	-24.769.535	-16.325.264
Obligaciones financieras	FIN	1.872.651	2.269.668	6.771.745	2.895.705	2.732.573	2.492.313	5.732.458	2.617.552	1.512.163	1.437.325
PASIVOS FINANCIEROS REQUERIDOS	FIN	188.191.887	74.276.449	-78.237.142	-70.420.612	-80.321.905	-40.390.840	0	0	0	0
FLUJO DE CAJA DE LA DEUDA		103.041.863	-19.714.668	-129.387.393	-119.547.155	-122.906.116	-79.270.164	-31.358.374	-28.963.470	-23.257.373	-14.887.940
FLUJO DE CAJA DISPONIBLE PARA LOS ACCIONISTAS		271.129	328.611	980.438	15.941.402	20.320.067	44.242.875	158.146.907	203.210.206	252.797.138	316.235.445
Dividendos	FIN	0	0	0	-15.522.152	-19.924.435	-27.813.515	-39.493.231	-52.154.399	-67.422.816	-87.752.808
FLUJO DE CAJA DE LOS ACCIONISTAS		0	0	0	-15.522.152	-19.924.435	-27.813.515	-39.493.231	-52.154.399	-67.422.816	-87.752.808
AUMENTO O DISMINUCIÓN DE CAJA		271.129	328.611	980.438	419.251	395.632	16.429.360	118.653.677	151.055.806	185.374.322	228.482.637

Nota: OP = partida operativa

NOP = partida no operativa

FIN = partida financiera

Fuente: elaboración propia

FLUJO DE CAJA LIBRE DE LA EMPRESA (FCFF)											
(valores expresados en miles de pesos colombianos)											
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
FLUJO DE CAJA LIBRE OPERATIVO	0	-128.621.775	-5.807.763	113.047.633	118.168.359	125.905.985	106.192.841	172.185.083	214.853.477	258.734.312	313.803.187
FLUJO DE CAJA LIBRE NO OPERATIVO	0	25.851.042	25.851.042	17.320.198	17.320.198	17.320.198	17.320.198	17.320.198	17.320.198	17.320.198	17.320.198
FLUJO DE CAJA LIBRE DE LA EMPRESA (FCFF)	0	-102.770.733	20.043.279	130.367.831	135.488.557	143.226.183	123.513.039	189.505.282	232.173.676	276.054.510	331.123.385
FCFF A PERPETUIDAD											3.708.090.070
WACC		10,08%	9,33%	9,00%	9,90%	9,34%	9,46%	9,54%	9,63%	9,73%	9,83%
G (CRECIMIENTO)											0,8%

FCFF	-	102.770.733	20.043.279	130.367.831	135.488.557	143.226.183	123.513.039	189.505.282	232.173.676	276.054.510	331.123.385
FCFF A PERPETUIDAD											3.708.090.070
VALOR EN EL FIN DE AÑO*	2.230.365.169	2.557.871.846	2.776.575.320	2.896.107.900	3.047.229.053	3.188.692.407	3.366.971.039	3.498.632.594	3.603.321.708	3.677.737.389	4.039.213.455
VALOR EN EL FIN DE AÑO ACUMULADO	2.230.365.169	2.455.101.113	2.796.618.599	3.026.475.731	3.182.717.610	3.331.918.590	3.490.484.078	3.688.137.876	3.835.495.384	3.953.791.900	4.039.213.455
*Es el valor presente del año siguiente											

VALOR DE LA EMPRESA	2.230.365.169	2.455.101.113	2.796.618.599	3.026.475.731	3.182.717.610	3.331.918.590	3.490.484.078	3.688.137.876	3.835.495.384	3.953.791.900	4.039.213.455
EQUIVALENTES DE EFECTIVO	6.828.688	7.099.817	7.428.428	8.408.866	8.828.117	9.223.749	25.653.109	144.306.786	295.362.592	480.736.914	709.219.551
DEUDA FINANCIERA	450.358.794	640.423.332	716.969.449	645.504.052	577.979.145	500.389.813	462.491.286	468.223.744	470.841.296	472.353.459	473.790.783
SUBSIDIARIAS NO CONSOLIDADAS	72.044.514	72.044.514	72.044.514	72.044.514	72.044.514	72.044.514	72.044.514	72.044.514	72.044.514	72.044.514	72.044.514
VALOR DEL PATRIMONIO	1.858.879.577	1.893.822.112	2.159.122.092	2.461.425.059	2.685.611.096	2.912.797.039	3.125.690.415	3.436.265.432	3.732.061.194	4.034.219.868	4.346.686.737



NÚMERO DE ACCIONES EN CIRCULACIÓN	59.734	59.734	59.734	59.734	59.734	59.734	59.734	59.734	59.734	59.734	59.734
VALOR POR ACCIÓN	31.119	31.704	36.146	41.207	44.960	48.763	52.327	57.526	62.478	67.537	72.768

Fuente: elaboración propia

ADVERTENCIA

Los Reportes Burkenroad de la Universidad EAFIT son análisis financieros de empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia. Los informes son elaborados por alumnos de posgrado de las Escuelas de Administración y de Economía y Finanzas bajo la supervisión de profesores de las áreas de Finanzas, Economía y Contabilidad 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 Posgrado de Administración de Empresas de Ecuador (ESPAE) y la Universidad Francisco Marroquín de Guatemala, junto con la Universidad de Tulane, realizan también el Proyecto Burkenroad en Latinoamérica.

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

Este programa enriquece el capital humano al brindar entrenamiento en técnicas de análisis financiero. A su vez, pretende facilitar el acceso de empresas a fuentes de financiamiento 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 que listan en la Bolsa de Valores se distribuyen a inversionistas nacionales y extranjeros a través de su publicación en la respectiva 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 presentan a la comunidad académica y a la financiera interesada en un encuentro semestral.

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

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

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

Sandra C, Gaitán Riaño

sgaitanr@eafit.edu.co

Directora de investigación

Reportes Burkenroad

Departamento de Finanzas

Universidad EAFIT

Medellín, Colombia, Suramérica

Teléfono (57) (4) 2619500, extensión 9585