

REPORTE BURKENROAD: ENKA DE COLOMBIA S. A.

**ANDREA GÓMEZ BUSTAMANTE
ESTEBAN CALLEJAS FRANCO**

**UNIVERSIDAD EAFIT
ESCUELA DE ECONOMÍA Y FINANZAS
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA
MEDELLÍN
2018**

REPORTE BURKENROAD: ENKA DE COLOMBIA S. A.

**Trabajo presentado como requisito parcial para optar al título de magíster
en Administración Financiera**

ANDREA GÓMEZ BUSTAMANTE¹

ESTEBAN CALLEJAS FRANCO²

Asesor: Simón Restrepo Barth, M. F.

**UNIVERSIDAD EAFIT
ESCUELA DE ECONOMÍA Y FINANZAS
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA
MEDELLÍN
2018**

¹ andregomezb@hotmail.com

² callejas1110@hotmail.com

Cobertura continua

Fecha de valoración: 16 de agosto de 2017

Recomendación: comprar

Precio de la acción y valor del COLCAP

Precio de la acción: COP9.8 (16 de agosto 2017)

Valor del COLCAP: 1,468.30

El precio esperado por alcanzar en el mes 12 es COP12.1

Potencial de valorización del 23% a agosto de 2018

Enka tiene una estrategia de diversificación y continuo desarrollo de productos mediante el aumento de la capacidad de sus plantas y el mejoramiento de su eficiencia operativa.

Se espera un fortalecimiento en las relaciones comerciales internacionales con el fin de incrementar los ingresos por las exportaciones; así mismo, según las proyecciones de inflación estimadas en el rango meta entre 2% y 4%, se confía mantener los costos fijos más estables

Tabla de valoración con los datos financieros más destacados

Indicadores	2017 PY	2018 PY	2019 PY	2020 PY	2021 PY	2022 PY
ROE	0.5%	1.2%	2.2%	2.3%	2.4%	2.5%
ROA	0.3%	0.8%	1.5%	1.7%	1.8%	1.9%
ROIC	0.9%	1.4%	2.4%	2.5%	2.5%	2.7%
Margen Operativo	1.4%	2.9%	4.1%	4.1%	4.0%	4.1%
Margen Neto	0.5%	1.3%	2.3%	2.5%	2.6%	2.8%
Margen EBITDA	5.8%	7.2%	8.3%	8.1%	7.8%	7.8%
WACC	10.4%	10.1%	10.8%	11.0%	11.1%	11.5%
FCL	2,146	8,522	17,060	16,555	15,897	15,887

Nota: PY = proyección

Fuente: elaboración propia

Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización bursátil: 115,382,496,993 (16 de agosto de 2017)

Número de acciones en circulación: 11,773,724,183 (16 de agosto de 2017)

Volumen promedio diario del último año: 19,594,810.99 del 16 de agosto de 2016 al 16 de agosto de 2017

Bursatilidad: baja

Participación en el índice: 0%

Cotiza en: Bolsa de Valores de Colombia, BVC

Beta desapalancado: 0.85

Rango en el último año: COP9.60 a COP12.20

Apreciación global de la compañía

Localización: carrera 37A 8-43, oficina 901, Medellín, Colombia

Industria: textil y plástico

Descripción: compañía colombiana de producción y comercialización de polímeros y fibras químicas de poliéster y nylon

Productos y servicios: materias primas para la industria en forma de gránulos, fibras, filamentos textiles e industriales y lona para llantas

Sitio web de la compañía: www.enka.com.co

Analistas:

Andrea Gómez Bustamante

Esteban Callejas Franco

Directora de la investigación de inversión:

Sandra Constanza Gaitán Riaño

Asesor de investigación:

Simón Restrepo Barth

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

Gráfica 1. Precio de la acción



Fuente: Bloomberg (2018)

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

La recomendación de compra de la acción de Enka de Colombia con un precio objetivo de COP12.1 y un potencial de valorización de 23% se fundamenta en los importantes logros que ha conseguido en los últimos años, que permiten optimizar las expectativas de crecimiento que tiene la compañía, porque la marca EKO PET se ha posicionado como un competidor fuerte de resinas sostenibles para envases de bebidas, lo que ha generado energía propia en sus plantas de producción y ha incrementado las relaciones comerciales y las ventas en los mercados latinoamericanos, con lo que se ha logrado consolidar sus proyectos estratégicos, junto con eficiencia operativa y la estrategia de diversificación y continuo desarrollo de productos.

TESIS DE INVERSIÓN

La estrategia de diversificación de Enka de Colombia se inició a partir de su entrada en 2002 a la ley 550 de reestructuración empresarial (Congreso de Colombia, 1999), momento en el que se enfocaron sus esfuerzos en mantener su producción con los máximos parámetros de competitividad y, al entender las fuertes barreras competitivas que se crearon en el negocio textil de *commodities* por la dominación del mercado asiático, se buscaron nuevos negocios y se invirtió en la sostenibilidad como uno de los pilares fundamentales de la compañía para su desarrollo, lo que le permitió consolidarse como la empresa referente del mercado local que procesa materias primas para usos industriales y textiles y se convirtió en el principal fabricante de lona para llantas de nylon 6 y el mayor de filamentos y fibras sintéticas en la región andina.

Debido a la consolidación de los proyectos estratégicos de la empresa, la línea de negocio EKO PET aumentó su participación en las ventas, lo que mejoró la generación de ingresos a partir de líneas de negocio menos susceptibles a los riesgos de los ciclos económicos; así mismo, en el desarrollo de sus programas de ecoeficiencia, la compañía continúa aumentando su eficiencia operativa, con iniciativas como el reciclaje, la reutilización del agua, la gestión de residuos y la autogeneración de energía.

La compañía viene mejorando sus relaciones comerciales internacionales y aumentando de manera progresiva su volumen de ventas en mercados extranjeros por medio de la diversificación de su operación y el mejoramiento de la estabilidad de sus flujos de caja; además, durante el año 2018 la empresa realizará una importante inversión de capital para aumentar la eficiencia y la capacidad de sus plantas con el fin de fortalecer su generación operativa y de consolidar un nuevo proyecto; no obstante, es importante tener en cuenta el contrabando de textiles, la disminución en la demanda del mercado local y los bajos precios de los productos provenientes de los países asiáticos como amenazas que pueden limitar su crecimiento.

VALORACIÓN

La valoración de la compañía se fundamentó en la metodología de flujo de caja libre descontado, desarrollada con base en supuestos generados a partir de la información histórica evaluada, al tener en cuenta los proyectos estratégicos y de expansión, los factores macroeconómicos influyentes en los ingresos de la empresa, los riesgos asociados con su operación y los países en los que desarrolla sus actividades; a partir de esta información se realizaron las proyecciones de los flujos de caja libre de los próximos seis años y se calculó el valor terminal para ser descontados a la tasa de costo de capital (WACC) más apropiado, calculado mediante el modelo CAPM.

Tabla 1. Calculo del WACC

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
PORCENTAJE DE DEUDA	31	26	25	21	14	11
PORCENTAJE DE PATRIMONIO	69	74	75	79	86	89
TOTAL DE DEUDA + PATRIMONIO	100%	100%	100%	100%	100%	100%
DEUDA/PATRIMONIO (D/E)	0.46	0.35	0.34	0.26	0.17	0.12
COSTO BRUTO DE LA DEUDA	6.9%	7.6%	7.7%	7.9%	8.1%	9.2%
TASA MARGINAL DE IMPUESTOS	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%
COSTO NETO DE LA DEUDA	4.5%	5.0%	5.1%	5.2%	5.3%	6.0%
WACC	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Tasa libre de riesgo (USD, bonos del Tesoro estadounidense de diez años, Bloomberg, 2018)	2.24%	2.49%	2.74%	2.99%	3.24%	3.49%
Prima de riesgo de país (EMBI)	2.03%	2.03%	2.03%	2.03%	2.03%	2.03%

Tasa libre de riesgo de Colombia	4.27%	4.52%	4.77%	5.02%	5.27%	5.52%
Beta no apalancada	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85
Beta apalancada	1.11	1.05	1.04	1.00	0.95	0.92
Prima de riesgo de capital (S&P - bonos del Tesoro estadounidense de diez años, 1954-2017)	6.32%	6.32%	6.32%	6.32%	6.32%	6.32%
Prima de riesgo total	6.99%	6.63%	6.58%	6.31%	5.98%	5.81%
Costo del patrimonio (Ke) (USD)	11.47%	11.25%	11.43%	11.32%	11.13%	11.16%
Devaluación (diferencial de inflación) COP/USD	1.40%	0.64%	1.24%	1.07%	0.88%	0.88%
Costo del patrimonio (Ke) (COP)	13.03%	11.96%	12.81%	12.50%	12.11%	12.14%
WACC	10.37%	10.14%	10.85%	10.98%	11.13%	11.47%
	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Inflación Colombia	3.80%	3.20%	3.60%	3.40%	3.20%	3.20%
Inflación USA	2.37%	2.54%	2.33%	2.31%	2.30%	2.30%

Nota: E = esperado

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

Tabla 2. Resultados de la valoración del flujo de caja libre (FCL)

Valor presente del valor terminal	74,749
Valor presente de los flujos proyectados	50,828
Valor de la empresa	125,577
Activos no operacionales	69,304
Deuda financiera	52,582
Valor total del accionista	142,299
Número de acciones	11,773,724,183
Precio de la acción	12.1

Nota: cifras en millones de pesos colombianos con excepción del valor por acción y del número de acciones en circulación

Fuente: elaboración propia

Los resultados obtenidos en la valoración a través del método de flujo de caja libre descontado indican un valor fundamental de COP12.1, lo que muestra un potencial de valorización de 23% con respecto a la cotización actual de la acción. Con el fin de confrontar el resultado obtenido se utilizó el método de valoración por múltiplos, mediante el que se buscan empresas comparables con actividades similares dentro de la misma industria con el fin de evaluar los indicadores más reconocidos, para establecer qué tan ajustada está la compañía con respecto a la media de sus comparables y obtener el valor de la misma.

Tabla 3. Múltiplos de comparables

COMPAÑÍA	PAÍS	ROE	EV/EBITDA	P/E	EBITDA
GPC PARTICIPAÇÕES S. A.	BRASIL	No aplica	2.15	2.63	86,427
EXSA S. A.-INVERSIÓN	PERÚ	3.94%	6.2	No aplica	48,969
BERGER PAINTS JAMAICA LTD	JAMAICA	38.46%	-	8.5	No aplica
QUIMPAC S. A.-INVERSIÓN	PERÚ	10.32%	3.87	8.61	333,275
CYDSA S. A. B. DE C. V.	MÉXICO	8.08%	10.64	28.56	325,890
ENAEX S. A.	CHILE	13.40%	9.07	13.78	595,986
ALPEK S. A. DE C. V.	MÉXICO	11.10%	6.85	14.49	1,494,528
MEXICHEM SAB DE CV-*	MÉXICO	10.50%	7.67	19.23	3,488,151
BRASKEM S. A.-PREFERENCIAL A	BRASIL	52.64%	3.17	No aplica	14,073,278
PROMEDIO		18.56%	6.78	15.53	1,511,493
ENKA DE COLOMBIA	COLOMBIA	0.92%	5.83	13.74	24,993

Nota: Ebitda en millones de pesos colombianos

Fuente: elaboración propia con base en Bloomberg (2018)

Según los promedios de las compañías comparables, se calculó el valor de la acción: con el múltiplo de EV/ebitda se obtuvo un precio de COP13.9 y con el múltiplo de P/E se obtuvo un precio de COP11.1; en ambos resultados el valor

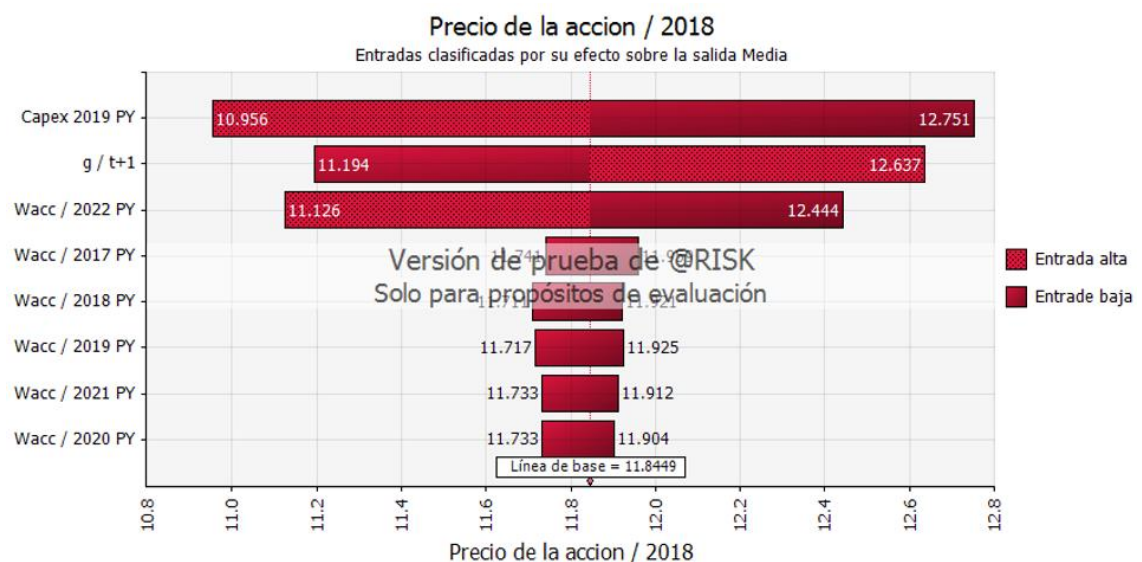
de la acción fue superior al de la cotización de referencia de COP9.8, lo que indica que la compañía puede estar subvalorada, como lo mostró el método de flujo de caja libre descontado.

Por otro lado, con el fin de complementar el análisis de la valoración, se calculó el valor en libros de la acción a partir del patrimonio de la compañía y se obtuvo un valor fundamental de COP30.1, es decir, un valor superior al de la cotización actual, como lo indicaron los métodos antes mencionados, así como un gran potencial de valorización, acerca del que, para ser liberado, se debe contar con la voluntad de los accionistas que conformen una mayoría y puedan exigir acciones para tal fin.

Análisis de sensibilidad

El análisis de sensibilidad se realizó a través de la herramienta *@Risk*, al tomar como principales determinantes en su orden, el CAPEX, el gradiente de crecimiento a perpetuidad del periodo No Explícito y el WACC.

Gráfica 2. Determinantes para el análisis

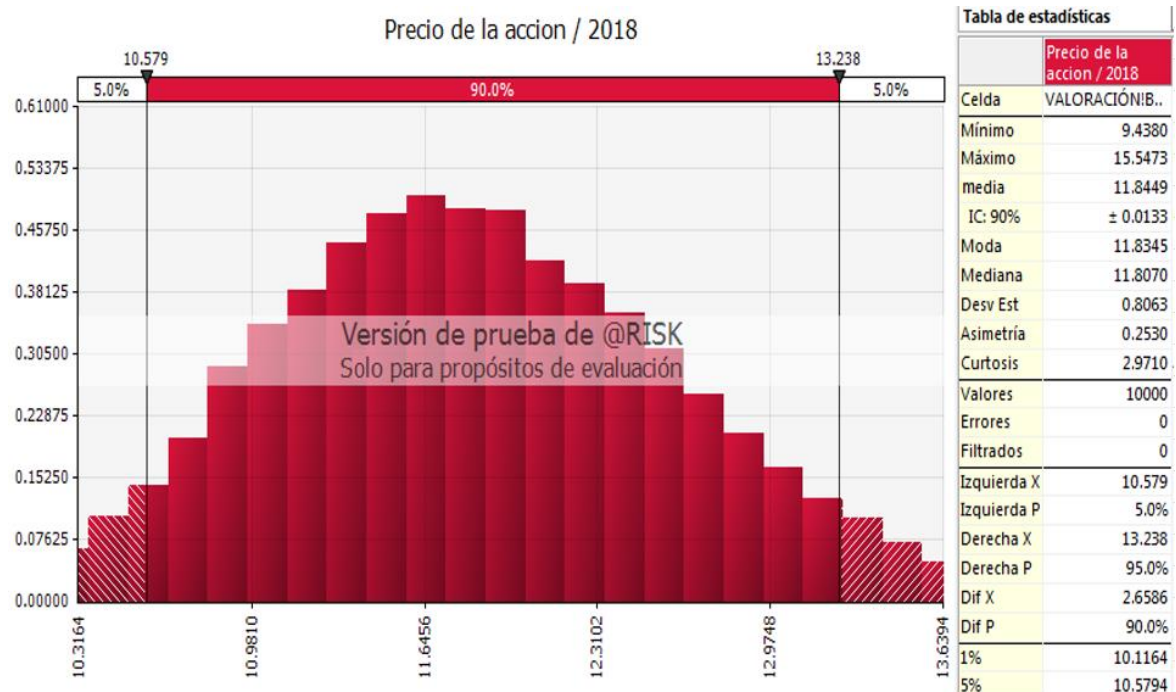


Nota: PY = proyección

Fuente: elaboración propia con la herramienta *@Risk*

El análisis permite concluir que, con un 90% de confianza, el valor de la acción de Enka de Colombia estará entre COP10.6 y COP13.2 en 2018, como se muestra en la siguiente gráfica:

Gráfica 3. Simulación y análisis de rangos de precio



Fuente: elaboración propia con la herramienta @Risk

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

Según el desarrollo de sus actividades como fabricantes de fibras, hilos industriales, filamentos y resinas, utilizadas como materia prima para gran variedad de productos, Enka de Colombia pertenece al sector químico, que se ocupa del procesamiento y la transformación de materias primas, tanto naturales como sintéticas; no obstante, debido al importante volumen de ventas que mantiene la empresa en las líneas de negocio que proveen de materia prima el sector textil, correspondiente al 60% de las ventas totales, es necesario revelar la estructura y la conformación de este sector según la siguiente cadena productiva:

Gráfica 4. Cadena productiva del sector textil



Fuente: Aktiva Servicios Financieros (s.f., p. 1)

Enka de Colombia está presente en el inicio de esta cadena productiva con la transformación de fibras e insumos primarios en materias primas, que más tarde se integran al proceso textil (hilatura y tejeduría) en el que se producen los materiales directos, como los hilos y tejidos, para el diseño textil y los servicios especializados y de acabados, que se encargan de los teñidos, bordados, acabados de estampación y diseño de telas, entre otros procesos, para por último incorporarse a la confección y la manufactura de las prendas de vestir.

El sector textil en 2016 tuvo una participación del 8.8% en el producto interno bruto (PIB) de la industria manufacturera y representó un 2% del PIB total de Colombia, con una disminución progresiva desde el año 2013, cuando su participación fue del 4.9%; este decrecimiento en la producción se explica en gran medida por las importaciones de productos del mercado asiático, que

compiten en muy alto grado con los precios de la industria local, el déficit en la productividad y el contrabando.

Factores macroeconómicos que influyen sobre la industria

Debido a la dinámica de importaciones y exportaciones de materias primas y productos terminados, el principal factor macroeconómico que impacta este sector es la tasa representativa del mercado (TRM), que durante el año 2016 presentó una reevaluación del peso frente al dólar de 4.7%, lo que muestra recuperación en el valor del peso pasando de 3,149.47 en diciembre de 2015 a 3,000.71 en el mismo período del año 2016 y que inició el segundo semestre de 2017 por debajo de los 3,000 pesos; este factor es altamente volátil y las compañías buscan hacer coberturas por lo general a través de instrumentos financieros derivados para cubrir sus flujos de caja.

Un factor macroeconómico adicional que influye en el desempeño de la industria es la demanda, que ha estado decreciendo durante los últimos años y significa disminución en las ventas de las empresas pertenecientes al sector textil.

Algunos factores determinantes del precio son: la reforma tributaria, por el incremento impositivo que puede afectar la dinámica del consumo interno y disminuir aún más la demanda, y el fallo de la Organización Mundial del Comercio (OMC) que oficializó el retiro del arancel mixto, que había ayudado a disminuir en forma considerable el contrabando de los productos textiles.

La Superintendencia de Sociedades es el órgano del Gobierno Nacional responsable de ejercer inspección, vigilancia y control sobre las más importantes empresas pertenecientes al sector textil; sin embargo, en el caso de Enka de Colombia, por ser un emisor del mercado de valores es vigilado por la Superintendencia Financiera de Colombia.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Historia, localización e infraestructura

Enka de Colombia S. A. se constituyó en 1964 cuando la empresa Textiles Pepalfa S. A. se contactó con Algemene Kunstzijde Unie AKU de Holanda y, junto con varias hilanderías de Medellín, Fabricato, Pantex, Tejicóndor, la Corporación Financiera Nacional y Confecciones Colombia hicieron realidad la idea de crear una fábrica con capacidad para producir filamento de nylon, fibra de poliéster, filamento de poliéster y lona de nylon para llantas. Después de dos años se dio el primer lote de producción y más tarde, en 1970, la producción entró por completo al proceso de texturizado de filamentos.

En 1973 la compañía sustituyó la importación de gránulos de poliéster mediante la creación de su planta de policondensación, que le permitió iniciar el proceso de estiradotexturizado con el fin de aumentar la cantidad y la calidad en la producción de los filamentos textiles y las fibras. Este mismo año se asoció con la comercializadora de metanol Interquim S. A.

Durante la década de los ochenta el gobierno le concedió a Enka de Colombia S. A. el “Premio Nacional de la Calidad” y la Cámara de Representantes le otorgó la “Orden de la Democracia” por su contribución al desarrollo industrial del país; así mismo, en dicho período la compañía se consolidó en el mercado nacional por medio de la ampliación de la producción de sus plantas con sus respectivos desarrollos en servicios industriales, logística, sistemas de información, automatización y modernización de procesos y entraron en producción varias plantas con nuevas líneas de negocio, entre ellas las resinas PET.

Debido al período complejo de la economía mundial y nacional y la afectación que sufrió la compañía por la sobrecapacidad de producción mundial, la crisis asiática, la fuerte caída de los precios internacionales, la apertura económica y las dificultades del sector textil al finalizar la década del noventa, Enka de

Colombia S. A. solicita acogerse a la ley 550 de 1990 (acuerdo de reestructuración empresarial).

Después de la mencionada reestructuración, la compañía se ha enfocado a desarrollar proyectos para incrementar la eficiencia y reducir costos y ampliar la capacidad de producción, con el fin de aumentar la participación en los mercados latinoamericanos y consolidarse como la principal productora de fibras sintéticas en la Comunidad Andina.

Análisis FODA: fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas

Cuadro 1. Análisis FODA

Fortalezas	Oportunidades
<ul style="list-style-type: none"> - Estrategia de diversificación de mercados y continuo desarrollo de productos que le permiten disminuir su riesgo al no estar concentrada en un solo sector de la economía - Pionera en la industria de fibras sintéticas en Colombia - Constante innovación y alta ingeniería en sus procesos - Líder en reciclaje de PET en Colombia y un referente mundial en esta industria, principal fabricante de lona para llantas de nylon 6 en América y mayor productor de filamentos y fibras sintéticas en la región andina 	<ul style="list-style-type: none"> - Seguir apostándole al reciclaje, puesto que en Colombia se llega a alrededor de 27% de envases reciclados, mientras que países como México y Brasil superan el 55% - La devaluación del peso favorece los ingresos de la compañía provenientes de las exportaciones - Conquista de nuevos mercados relacionados con fibras sintéticas y productos especializados - Capacidad de ampliación de plantas de producción actuales - Decreto 596 del 2016, que permitirá un proceso de

- Procesos productivos limpios y amigables con el medio ambiente	modernización del sistema de reciclaje en el país
Debilidades	Amenazas
<ul style="list-style-type: none"> - En algunos países, en especial los asiáticos, hay subsidios estatales para la industria textil y la mano de obra es muy barata, lo que ubica en desventaja a la industria nacional - Falta de mano de obra para recolectar el material reciclado, así como carencia de cultura de reciclaje en el país 	<ul style="list-style-type: none"> - Contrabando de textiles - Menor demanda del mercado interno - Altos volúmenes de contrabando que ingresan al mercado nacional - Bajos precios de productos como textiles y llantas provenientes de países asiáticos

Fuente: elaboración propia

Productos y servicios

La empresa cuenta con cuatro grandes grupos de productos:

1. **Fibras** de tipo de algodón, lana, teñido, no tejidos y rellenos, abrasivos e hidrofílica, con el nombre CORLEN®, que sirven como materia prima para fabricar ropa, entretelas, capas de pañales y rellenos para cojines, entre otras posibilidades.
2. **Filamentos** de tipo Poy, liso, texturizada y microfibra con el nombre CORLEN® y filamentos de nylon liso, texturizado y elastómeros que se utilizan para fabricar tejidos para ropa, telas decorativas, cortinas, sábanas y forros ajustables, entre otros artículos.
3. **Hilos industriales** como lona de nylon para llantas, hilos de alta calidad y cuerdas de nylon que se usan para fabricar redes para pescar, cables de

alta resistencia, hilos de costura, hamacas, manteles, bolsos, llantas, carpetas, telas industriales usadas de refuerzo en la producción de llantas y telas plásticas, entre otras aplicaciones.

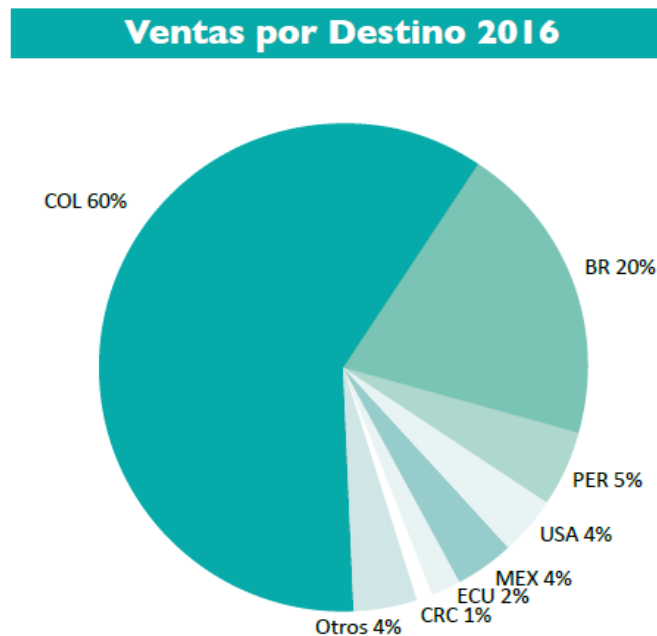
4. **Resinas** de nylon, poliéster y PET que se emplean para la producción de envases de gaseosas, filamentos textiles e industriales, alfombras, cinturones de seguridad, reatas, telas para marroquinería y cordelería en general, entre otras posibilidades.

Estrategia

La estrategia de Enka se ha enfocado, en lo primordial, hacia la sostenibilidad y la innovación, mediante la diversificación y el desarrollo continuo de productos a través de tecnologías con responsabilidad social, por medio de la creación de una planta de generación de energía que alimenta el 90% de las necesidades energéticas de la empresa en forma confiable y que le permite contribuir al incremento de su eficiencia operativa, lo que ha posicionado a la marca EKO®PET como un competidor importante en la industria de resinas sostenibles gracias a su adquisición del 100% de la propiedad de EKO RED, que le permitió aumentar la recolección de botellas en el país y la participación de esta línea de negocio en los ingresos totales de la compañía.

El desarrollo de la estrategia de la compañía también contempla el crecimiento de las relaciones comerciales y la participación en los mercados internacionales, con el propósito de incrementar sus ventas en los mercados de mejor desempeño, como Brasil, Perú, Estados Unidos y México, entre otros países.

Gráfica 5. Ventas por destino en 2016



Fuente: Enka de Colombia S. A. (2017a, p. 2)

Por otro lado, la posible salida del régimen preferencial que otorga la permanencia en la Ley 550, para asumir la carga de impuestos que tiene cualquier otra gran industria, es un tema de permanente análisis en la Junta Directiva, evaluando el momento indicado. En 2015 las utilidades fueron negativas, los nuevos proyectos e inversiones muestran hoy en día resultados, con una utilidad neta positiva para 2016, pero es el primer año de utilidad, después de varios de pérdidas, por lo que esta decisión aún no está clara y dependerá en gran medida de los resultados de los próximos años.

Desarrollos recientes

En el año 2013, la compañía, consciente de la necesidad de cerrar el ciclo de vida del PET, y en asocio con Cooperenka, constituyó EKO RED, una empresa dedicada a la recolección de botellas en la etapa de posconsumo para ser reutilizados más tarde como materias primas un nuevo ciclo de productividad;

esta filial tiene plantas en varias ciudades del país que generan empleo a los recicladores de estas regiones y contribuye al medio ambiente.

El mismo año comenzó a operar la planta de reciclaje de PET botella a botella, una planta con toda la tecnología moderna, encargada de reciclar y transformar las botellas de resina usadas en el ámbito alimentario para producir nuevas materias primas con el mismo uso.

En 2014 se creó la planta de autogeneración de energía eléctrica, que autoabastece la energía que necesitan las demás plantas para el desarrollo de su operación y continúa con su labor ambiental y la minimización de costos operativos.

En 2016 Enka de Colombia adquirió la totalidad de las acciones de EKO RED, con lo que consolidó su posición en el país como líder en el reciclaje de botellas de PET de posconsumo.

Para el año 2018 la compañía estima una inversión de USD9.5 millones en inversiones de capital para modernizar y ampliar su planta de fibra corta y crear una planta de reciclaje de poliolefinas, materia prima para fabricar botellas plásticas.

Análisis de los competidores

En la actualidad en el mercado colombiano no hay una compañía que desarrolle las líneas negocio que opera Enka, en la producción de materias primas textiles y resinas; no obstante, sus competidores son compañías en su mayoría brasileras y mexicanas, que exportan sus productos al mercado local mediante

empresas comercializadoras.

En la siguiente tabla se muestran los principales competidores.

Tabla 4. Competidores

COMPAÑÍA	PAÍS	Capitalización de Mercado	ROE	EBITDA
GPC PARTICIPACOES SA	BRASIL	72,240	No Aplica	70,260
OXIQUIM SA	CHILE	717,676	24.56%	181,661
CYDSA SAB DE CV	MEXICO	2,575,480	8.08%	272,117
ALPEK SA DE CV	MEXICO	6,109,098	11.10%	1,619,118
BRASKEM SA-PREF A	BRASIL	31,242,271	52.64%	10,012,643

Fuente: elaboración propia con base en Bloomberg (2018)

Nota: cifras en millones de pesos

CYDSA: es un grupo empresarial presente en tres Áreas de Negocio: Productos y Especialidades Químicas, Cogeneración de Energía Eléctrica y Vapor y Procesamiento y Almacenamiento Subterráneo de Hidrocarburos. Con base en Monterrey, México, cuenta con más de 20 subsidiarias en 8 poblaciones del país y exporta sus productos a más de 15 naciones.

ALPEK: es una empresa petroquímica con operaciones en dos segmentos de negocio: poliéster (PTA, PET y fibras de poliéster) y plásticos y químicos (polipropileno, EPS, caprolactama y otros especialidades químicas y químicos Industriales).

BRASKEM: es una petroquímica, que tiene participación relevante en innumerables cadenas productivas y es la única petroquímica integrada de primera y segunda generación de resinas termoplásticas en Brasil.

GPC PARTICIPACOES: es una empresa química que fabrica resinas termofijas y productos auxiliares para la industria de paneles de madera reconstituida, MDF, MDP, OSB y Compensados, además de resinas y aditivos especiales para aplicaciones específicas.

OXIQUM: es una sociedad dedicada a la fabricación de resinas industriales, y la distribución de productos químicos que se destaca por la comercialización de productos para las industrias de celulosa, piscicultura, pintura, alimentos, textil, curtiembres, farmacéutica, plásticos, agrícola y minera, entre otras.

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

La estructura de Gobierno corporativo de la empresa se compone por:

- Asamblea general de accionistas
- Junta directiva
- Comité de Auditoría
- Principales Administradores de la sociedad
- Sistema de Control interno

La estructura organizacional de Enka de Colombia S.A. es de carácter funcional y se basa en el trabajo en equipo y la gestión por procesos. El organigrama de la empresa es:

Grafica 6: Organigrama



Fuente: www.bvc.com.co

La presidencia de la compañía está en cabeza del señor Álvaro Hincapié Vélez, quien ocupa este cargo desde octubre de 2013, justo un año después de que la empresa ingresara en ley 550 y fue él el encargado del redimensionamiento organizacional y la reconversión operativa de la compañía. Hincapié ha ocupado diferentes posiciones en la empresa desde el año 2009, entre las que se destaca la Vicepresidencia Administrativa y Financiera.

La Junta Directiva de la compañía se compone de siete miembros, elegidos por la Asamblea General de Accionistas para períodos de dos años, contados a partir de la fecha de su elección. La junta se caracteriza por su idoneidad, sus conocimientos y su experiencia en finanzas corporativas, banca de inversión, derecho comercial y legislación tributaria y financiera

El Comité de Auditoría es el máximo órgano de control de la sociedad y se encarga de vigilar en forma adecuada la gestión de los administradores de la organización, así como la efectividad en los procesos de control interno con el fin de asegurar que se ajusten a las necesidades y las estrategias de la compañía. Así mismo, apoya a la Junta Directiva en la supervisión de sistemas contables y financieros de la sociedad, para garantizar su veracidad y la oportunidad para la toma de decisiones.

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

Principales accionistas

Tabla 5. Principales accionistas

Accionista	No. Acciones Poseídas	Participación
Manuel Guillermo Jara Albarracín	2.018.312.858	17,1%
Grupo de Inversiones Suramericana S.A.	1.973.612.701	16,8%
C.I. Ayura S.A.	1.397.496.600	11,9%
Inés Helena Velez Trujillo	907.255.349	7,7%
Inversiones Cfns S.A.S.	776.582.042	6,6%
Inversiones y Construcciones Estratégicas S.A.S.	429.096.673	3,6%
Carlos Andrés Villa Ángel	258.792.907	2,2%
Sofía Patricia Duque Acevedo	257.123.349	2,2%
Universidad Pontificia Bolivariana	181.699.552	1,5%
Fabricato S.A.	154.059.736	1,3%
Euler Hermes Servicios, S.A. de C.V.	144.841.971	1,2%
Sofía Villa Duque	114.035.238	1,0%
Carlos Santiago Villa Duque	114.035.238	1,0%
Fundación Suramericana	100.000.000	0,8%
Fundación El Remanso	99.414.254	0,8%
Fundación La Orquídea	99.243.607	0,8%
Ricardo Narváez García	90.000.000	0,8%
Josefina María Agudelo Trujillo	85.430.000	0,7%
Autotécnica Colombiana S.A.S	70.449.525	0,6%
Inmobiliaria Los Altos S.A.	67.878.126	0,6%
Otros accionistas con menor participación	2.434.364.457	20,7%
Total de Acciones en Circulación	11.773.724.183	100%

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia

La acción de Enka de Colombia S. A. se transa en la Bolsa de Valores de Colombia con un bajo índice de bursatilidad y en la actualidad se negocia por la modalidad de subastas, de acuerdo con su presencia bursátil, inferior al 20% trimestral, sin embargo, en las calibraciones trimestrales realizadas por la Bolsa de Valores de Colombia, con frecuencia la acción pasa a la modalidad continuo; además, no es admisible para REPOS ni transferencias temporales de valores

(TTV). Cuenta con 11,773,724,183 acciones en circulación de las cuales 4,700,464,633 están en flotación libre.

Política de dividendos

La empresa se encuentra en acuerdo de reestructuración en el marco de la ley 550 desde el año 2002 y, según este acuerdo, capítulo II, artículo 9, “La Asamblea General de Accionistas no podrá ordenar el pago de dividendos mientras no se haya pagado en su totalidad el pasivo”. Por lo tanto, la empresa no ha realizado repartición de dividendos en los últimos años.

RIESGOS DE INVERSIÓN

- **Riesgo de mercado (nacional e internacional y de precio)**

Las ventas de Enka de Colombia están concentradas en un 60% en el mercado nacional. El sector textil ha tenido una desaceleración importante en el último año, que se debe a diversos factores como el aumento del contrabando, la subfacturación y la falta de competitividad de la industria. La devaluación del peso frente al dólar hace que el lavado del dinero y el contrabando de mercancías sean más atractivos. Además, los costos de producción son cada vez más elevados y ponen a los nacionales en desventaja frente a los grandes mercados asiáticos. Pese a lo anterior, la empresa ha sido resiliente ante el comportamiento de mercados externos, dada su estrategia de diversificación que en el último año permitió el crecimiento del 1% de ventas en sus mercados estratégicos impulsados por el crecimiento en EKO PET, hilos industriales y fibras, que compensan la menor demanda nacional del sector textil. Fuera de ello, la compañía ha sabido aprovechar las relaciones comerciales construidas con más de 15 países y sus principales mercados de exportación son, en su orden, Brasil, Perú, Estados Unidos, México y Ecuador.

- **Riesgo de tipo de cambio**

Las ventas y los costos de la compañía se encuentran dolarizados en un alto porcentaje; por tal razón, los resultados financieros dependen en gran medida de la evolución de la tasa de cambio. El riesgo se ve reflejado sobre todo en las exportaciones en dólares, las ventas indexadas con el dólar, la compra de materias primas en dólares y el endeudamiento en monedas diferentes al peso colombiano. Con el objetivo de minimizar el impacto de las variaciones del tipo de cambio, la empresa realiza coberturas basadas en el presupuesto de flujos futuros de efectivo para buscar mantener un equilibrio entre los flujos indexados en dólares y las coberturas naturales presentes. Las coberturas actuales son superiores a los USD12 millones y el instrumento principal utilizado es el collar puesto que, dada la expectativa de aumentos en la tasa de cambio, la empresa busca asegurar un dólar de base y participar en un eventual aumento de la tasa de cambio.

- **Riesgo operativo**

La planta de Eko Pet, uno de sus negocios estratégicos y de mayor proyección, ya se encuentra al tope de su capacidad. Esta línea de negocio tuvo un crecimiento en ventas de 38% en volumen y de 35% en pesos, que implicó un aumento al 16% de su participación en los ingresos de la compañía. Además, la recolección de material reciclable no ha sido fácil dado que no hay personal suficiente para acumular la cantidad necesaria y también porque aún falta cultura de reciclaje en el país. Para mitigar este riesgo se procedió a la articulación de EKO RED (filial de reciclaje de propiedad de Enka de Colombia) con cadenas de reciclaje en toda la nación, lo que permitió el crecimiento de un 19% en la captación de botellas en 2016. Fuera de lo anterior, se tiene proyectada una inversión por USD3,5 millones para ampliar la planta de reciclaje, que entraría en operación en el segundo semestre de 2018.

- **Riesgo de crédito**

Para minimizar el riesgo de que los deudores fallen en el cumplimiento oportuno de sus obligaciones de crédito y por ello la compañía incurra en pérdidas, Enka cuenta con una póliza de seguro de crédito que ampara tanto a los clientes nacionales como los del exterior. El porcentaje asegurado al cierre de 2016 fue de 86%. Además, se realizan estudios de crédito según procedimientos estandarizados que garanticen que las ventas se dirijan a clientes con buena historia crediticia.

- **Riesgo de liquidez**

Existe el riesgo de no poder cubrir los flujos de caja de manera suficiente y oportuna de modo que no se afecte el normal funcionamiento operativo y financiero de la compañía. Para mitigar este riesgo, la empresa mantiene un fondo suficiente de efectivo y equivalentes de efectivo, además de líneas de crédito disponibles, lo anterior soportado en el presupuesto y el seguimiento constante de flujos de caja que permita determinar la posición de tesorería necesaria para cubrir las necesidades de capital de trabajo.

- **Riesgo de tasa de Interés**

Con el fin de garantizar un equilibrio en la estructura de la deuda que permita minimizar su costo y mantenerla con volatilidad reducida, la empresa lleva a cabo operaciones de cobertura mediante la contratación de derivados, en específico *swaps*, que intercambian tasa variable por fija.

- **Riesgo de procesos internos**

En 2015 fue renovada la certificación concedida por ICONTEC de gestión de la calidad con los requisitos de la NTC ISO 9001, versión 2008, para “diseño, producción, venta y servicio técnico de gránulos, fibras continuas, discontinuas

y filamentos continuos de poliéster, gránulos, filamentos, cuerdas de poliamida y lona para llantas". Además, la empresa cuenta con código de buen gobierno que recopila principios y políticas que protegen los derechos de los inversionistas y demás grupos de interés en la compañía y el manejo de la información y los conflictos de interés.

- **Riesgo sindical**

Sintracontexa es la organización que agrupa más de las dos terceras partes de los trabajadores de la compañía. En noviembre de 2016 se firmó la convención colectiva que regirá las condiciones laborales entre las partes por el período de cuatro años comprendido entre el 1 de enero de 2017 y el 31 de diciembre de 2020.

- **Riesgo legal o de regulación**

Dado que la empresa es una firma emisora de valores está bajo la regulación de la Superintendencia Financiera de Colombia y no ha presentado sanciones en los últimos años.

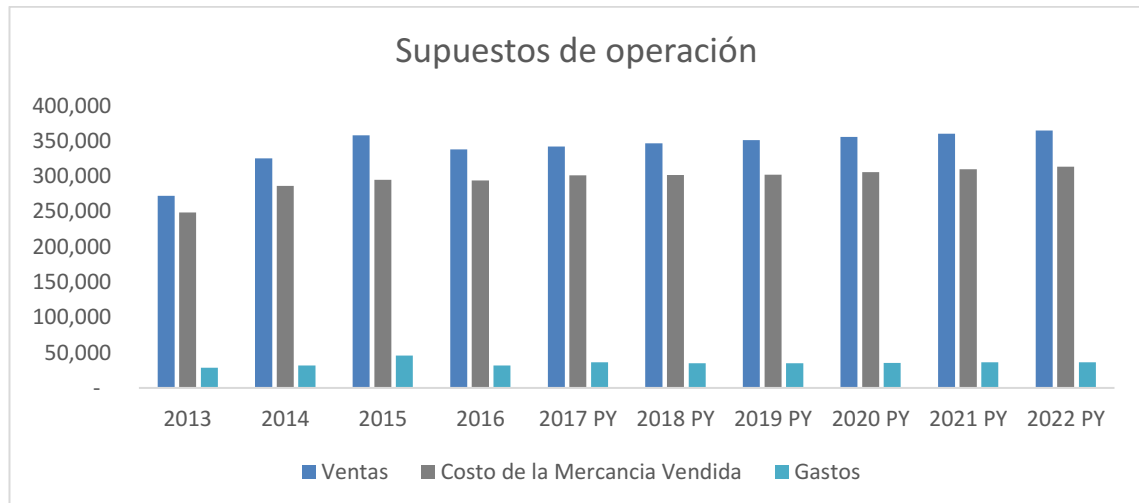
EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

Supuestos de operación

En los últimos años, Enka ha diversificado su base de ingresos con líneas de negocio que están menos expuestas a los ciclos económicos, a lo que se suma a una estructura de costos más liviana, lo que ha beneficiado la generación operativa de la compañía y da una mayor predictibilidad a sus flujos de caja futuros. Además, la firma ha logrado diversificar su operación en nuevos mercados, lo que ha hecho posible el aumento de la participación de las exportaciones sobre la venta total en mercados estratégicos que se ven beneficiados por un tipo de cambio más alto y que mitigan el impacto de otros

mercados afectados por situaciones políticas y económicas, con inclusión del mercado textil local, sometido a altas presiones competitivas.

Gráfica 7. Supuestos de operación



Nota: PY = proyección

Fuente: elaboración propia

- Ventas estimadas

En 2015 los ingresos aumentaron un 10% con respecto al año anterior, debido sobre todo a la acogida de la resina EKO PET en el mercado nacional, así como a la devaluación del peso.

En el año 2016, las ventas se vieron afectadas en muy alta proporción y disminuyeron en un 5.6%, en gran parte a causa del cierre del mercado venezolano, que impidió el suministro de resina a dicho país y, además, a la mayor competencia asiática que afectó el factor precio.

La proyección de las ventas se llevó a cabo por línea de negocio, porque los filamentos continúan en gran medida afectados por la situación actual de la industria textil colombiana. Las líneas de EKO PET continúa fortaleciéndose con la entrada en operación de la nueva planta de reciclaje, que iniciará operación a partir del segundo semestre de 2018. Las demás líneas se mantienen con un

leve crecimiento puesto que la estrategia de la compañía es de mantenimiento y no de fortalecimiento.

- Costos y gastos operacionales

El costo operacional ha tenido una tendencia a la baja en los últimos años. La autogeneración del 90% de la energía necesaria para sus procesos productivos ha influido de manera notable en su eficiencia operacional. Se espera que el costo continúe con esta tendencia dado el buen desempeño de proyectos estratégicos y el plan de inversión que tiene previsto la compañía.

En cuanto a los gastos de administración y ventas, se espera que crezcan un 1% anual, dada la estrategia de eficiencia implementada por la firma durante los últimos años.

Supuestos de inversión

La compañía tiene previsto un plan de inversión que incluye la modernización y la ampliación de la planta de fibra corta y el desarrollo de una planta para reciclaje de poliolefinas (poletilenos y prolipropilenos), que permitirá el reciclaje de tapas y etiquetas con una capacidad de 3,300 toneladas al año y que tendrá posibilidades de expansión en la medida que la red de recolección pueda recuperar dichos materiales. El plan de inversión es del orden de USD9.5 millones, que se ejecutarán en los años 2017 y 2018 y serán fondeados con una mezcla de generación operativa y deuda. De 2018 en adelante se proyecta un nivel de CAPEX como porcentaje de ventas promedio de años anteriores.

Capital de trabajo

El capital de trabajo está compuesto, en lo fundamental, por cuentas por cobrar e inventarios. La recuperación de cartera ha venido mejorando en los dos últimos años al pasar de un promedio de rotación de 89 días en 2013 y 2014 a 59 días en 2015 y 2016. El 92% de la cartera está concentrada en facturas sin vencer y el 6% en vencimientos de menos de 90 días, por lo que se considera una cartera

sana. Para los próximos años se proyecta una rotación promedio igual a la de los dos últimos años.

Los inventarios también mejoraron su comportamiento en el último año, pues venían presentando una rotación de 84 días en promedio y en el año 2016 la misma disminuyó a 63 días. Los inventarios están concentrados sobre todo en materias primas y productos terminados. Para la proyección se tomó el promedio de rotación de los dos últimos años.

El plazo de pago a proveedores disminuyó en el último año, pues se venía presentando un promedio de rotación de 67 días y en 2016 disminuyó a 48 días.

Tabla 6. Capital de trabajo

	2015	2016	2017 PY	2018 PY	2019 PY	2020 PY	2021 PY	2022 PY
Cuentas por cobrar	57,616	57,041	56,443	57,167	57,901	58,644	59,397	60,159
Cuentas por pagar	52,315	39,103	40,068	40,121	40,169	40,684	41,206	41,735
Inventarios	68,093	51,291	61,038	61,119	61,192	61,978	62,773	63,579
KTNO	73,394	69,229	77,413	78,166	78,924	79,937	80,963	82,003
Variación del KTNO	(15,917)	(4,165)	8,184	752	759	1,013	1,026	1,039

Nota: PY = proyección

Fuente: elaboración propia

Hipótesis financieras

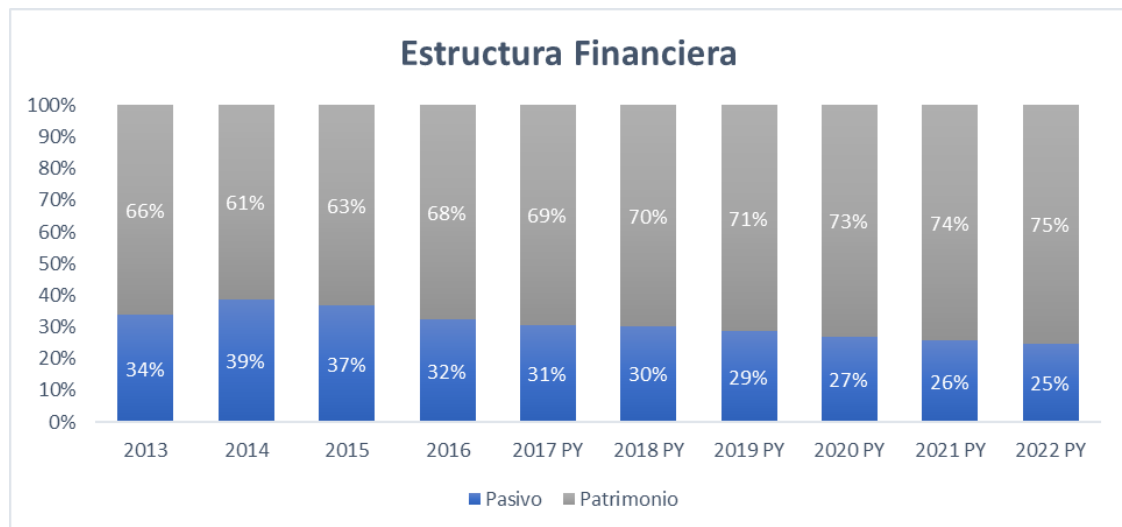
Estructura financiera. Razón de deuda a patrimonio (D/E)

El apalancamiento financiero de la compañía ha sido bajo, con niveles inferiores al 39% en el período de 2013 a 2016, lo que en parte se debe a las dificultades para acceder a recursos de terceros, por lo que la firma se ha financiado sobre todo con recursos propios.

Se proyecta una disminución progresiva de la deuda, soportada en la generación de caja operativa y flujos de caja libre positivos.

El apalancamiento de la compañía esta respaldado en su mayoría en el patrimonio, en lo primordial en capital emitido y prima de emisión, lo que se ha mantenido estable durante los últimos años y continúa con el mismo comportamiento a lo largo de la proyección.

Gráfica 8. Estructura de capital



Nota: PY = proyección

Fuente: elaboración propia

Impuestos

Debido a las pérdidas fiscales que venía presentando la compañía hasta 2016, la tasa efectiva de impuestos no ha tenido un comportamiento constante y ha mostrado grandes diferencias entre los años; con base en lo anterior se proyectó el impuesto para los primeros dos años, 2017 y 2018, al tomar en cuenta la renta presuntiva, el impuesto sobre la renta líquida y el activo por impuesto diferido y para los años restantes se tomó una tasa efectiva del 34% sobre las utilidades del período.

Al estar en Ley 550 se elimina el impuesto a la renta presuntiva, pero esto solo está vigente por un periodo de 8 años, por lo que actualmente Enka si está obligada a asumir este impuesto. Actualmente los beneficios de estar en esta Ley se traducen en la capacidad de pedir ante la DIAN la devolución de la

retención en la fuente en exceso de forma trimestral (normalmente se realiza de forma anual), y el no cumplimiento en los aprendices del SENA

Tabla 7. Proyección de impuestos

Impuesto corriente	2017 P	2018 P	2019 P	2020 P	2021 P	2022 P
Patrimonio contable	366,596	370,966	379,179	387,966	397,388	407,511
Patrimonio fiscal	179,632	181,773	185,798	190,104	194,720	199,680
Porcentaje	49	49	49	49	49	49
Tarifa de impuesto de renta	34%	37%	34%	34%	34%	34%
Tarifa del impuesto CREE	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Utilidad (pérdida) fiscal	2,471	7,698	12,444	13,314	14,275	15,337
Utilidad gravable	2,471	7,698	12,444	13,314	14,275	15,337
Cálculo de renta presuntiva						
Porcentaje de renta presuntiva	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
Renta presuntiva	6,385	6,287	6,362	6,503	6,654	6,815
Impuesto sobre la renta líquida	840	2,848	4,231	4,527	4,854	5,215
Impuesto del CREE	-	-	-	-	-	-
Impuesto sobre la renta presuntiva	2,171	2,326	2,163	2,211	2,262	2,317
Exceso de base	3,914	(1,411)	(6,082)	(6,811)	(7,622)	(8,522)
Impuesto sobre exceso de base	1,448	(480)				
Impuesto definitivo	(723)	(3,328)	4,231	4,527	4,854	5,215

Nota: P = proyección

Fuente: elaboración propia

FUENTES DE INFORMACIÓN CONFIABLES

Aktiva Servicios Financieros (2013). *Estudios sectoriales. Comportamiento de los sectores textil y confección*. Medellín: Aktiva Servicios Financieros.

- Recuperado de http://aktiva.com.co/blog/Estudios%20sectoriales/2015/Textil_confeccion_es_febrero_2015.pdf
- Bloomberg (2018). *Bloomberg*. Nueva York, NY: Bloomberg. Recuperado de www.bloomberg.com
- Bolsa de Valores de Colombia. Recuperado de http://www.bvc.com.co/recursos/emisores/Prospectos/Acciones/Prospecto_Enka_de_Colombia_2007.pdf
- Congreso de Colombia (1999). *Ley 550, de 30 de diciembre de 1999, por la cual se establece un régimen que promueva y facilite la reactivación empresarial y la restructuración de los entes territoriales para asegurar la función social de las empresas y lograr el desarrollo armónico de las regiones y se dictan disposiciones para armonizar el régimen legal vigente con las normas de esta ley*. Bogotá: Congreso de Colombia. Recuperado de <http://bibliotecadigital.ccb.org.co/handle/11520/13846>
- Damodaran, A. (2018). *Damodaran online*. Nueva York, NY: New York University, Stern School of Business. Recuperado de <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Enka de Colombia S. A. (2017a). *Informe anual 2016*. Medellín: Enka de Colombia S. A. Recuperado de http://www.enka.com.co/enka/index.php/es/content/download/157/1855/file/informe_anual_2016.pdf
- Enka de Colombia S. A (2018). *Enka de Colombia S. A*. Medellín: Enka de Colombia S. A. Recuperado de <http://www.enka.com.co>
- Superintendencia Financiera de Colombia (2018). Superintendencia Financiera de Colombia. Bogotá: Superintendencia Financiera de Colombia. Recuperado de <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/index.jsf>
- Yahoo Finanzas (2018). Yahoo Finanzas. Recuperado de <https://es.finance.yahoo.com>

ACTIVOS	2013	2014	2015	2016
Activos corrientes				
Efectivo y equivalentes de efectivo	23,069	12,178	20,178	19,059
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	63,202	86,043	57,616	57,041
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	-	601	1,459	3,656
Instrumentos financieros derivados	501	-	314	683
Inventarios	61,413	64,859	68,093	51,291
Activos por impuestos	5,850	6,086	4,132	6,343
Total de activos corrientes	154,035	169,767	151,792	138,073
Activos no corrientes				
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	520	501	522	386
Inversiones subsidiarias	1,210	1,464	1,464	3,475
Propiedades, planta y equipo	329,046	333,388	325,162	321,541
Depreciación acumulada				
Propiedad de inversión	55,688	57,728	61,963	65,146
Activos por impuestos diferidos	7,781	10,509	9,528	10,827
Total de activos no corrientes	394,245	403,590	398,639	401,375
Total de activos	548,280	573,357	550,431	539,448

Los REPORTE 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.

PASIVOS Y PATRIMONIO	2013	2014	2015	2016
Pasivos				
Pasivos corrientes				
Obligaciones financieras	13,174	22,285	9,240	8,825
Beneficios a empleados	10,847	7,081	6,127	6,123
Estimados y provisiones	1,103	2,279	3,632	2,574
Cuentas comerciales por pagar y otras cuentas por pagar	41,311	61,591	52,315	39,103
Instrumentos financieros derivados	-	5,716	542	4
Impuestos por pagar	2,239	2,614	3,640	3,418
Títulos emitidos	670	670	670	670
Total de pasivos corrientes	69,344	102,236	76,166	60,717
Pasivos no corrientes				
Obligaciones financieras	43,247	48,992	54,998	43,757
Beneficios a empleados	4,842	3,103	2,764	3,973
Cuentas comerciales por pagar y otras cuentas por pagar	7,829	6,890	6,367	5,627
Impuestos por pagar	-	1,858	1,291	104
Títulos emitidos	3,780	3,290	2,764	2,207
Pasivos por impuestos diferidos	56,811	56,139	57,922	58,215
Total de pasivos no corrientes	116,509	120,272	126,106	113,883

Los REPORTE 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.

Total de pasivos	185,853	222,508	202,272	174,600
	2013	2014	2015	2016
Patrimonio				
Capital emitido	117,737	117,737	117,737	117,737
Prima de emisión	152,578	152,578	152,578	152,578
Resultado del ejercicio	(10,439)	(9,735)	(9,792)	10,603
Ganancias acumuladas	102,551	90,269	87,636	83,930
Total de patrimonio	362,427	350,849	348,159	364,848
Otro resultado integral		-1,843	7,103	6,086
Total de pasivos y patrimonio	548,280	573,357	550,431	539,448

Los REPORTE 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	2017 PY	2018 PY	2019 PY	2020 PY	2021 PY	2022 PY
Activos corrientes						
Efectivo y equivalentes de efectivo	7,826	13,241	20,269	25,250	35,769	46,118
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	56,443	57,167	57,901	58,644	59,397	60,159
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	3,656	3,656	3,656	3,656	3,656	3,656
Instrumentos financieros derivados	683	683	683	683	683	683
Inventarios	61,038	61,119	61,192	61,978	62,773	63,579
Activos por impuestos	6,343	6,343	6,343	6,343	6,343	6,343
Total de activos corrientes	135,989	142,209	150,044	156,554	168,621	180,538
Activos no corrientes						
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	386	386	386	386	386	386
Inversiones subsidiarias	3,475	3,475	3,475	3,475	3,475	3,475
Propiedades, planta y equipo	329,622	341,094	347,405	353,797	360,270	366,827
Depreciación acumulada	(14,932)	(30,011)	(44,722)	(59,071)	(73,068)	(86,721)
Propiedad de inversión	65,146	65,146	65,146	65,146	65,146	65,146
Activos por impuestos diferidos	10,827	10,827	10,827	10,827	10,827	10,827
Total de activos no corrientes	394,524	390,917	382,517	374,559	367,036	359,940
Total de activos	530,513	533,126	532,561	531,113	535,657	540,478

Los REPORTE 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.

PASIVOS Y PATRIMONIO	2017 PY	2018 PY	2019 PY	2020 PY	2021 PY	2022 PY
Pasivos						
Pasivos corrientes						
Obligaciones financieras	8,779	8,390	6,498	4,192	3,034	1,784
Beneficios a empleados	6,123	6,123	6,123	6,123	6,123	6,123
Estimados y provisiones	2,574	2,574	2,574	2,574	2,574	2,574
Cuentas comerciales por pagar y otras cuentas por pagar	40,068	40,121	40,169	40,684	41,206	41,735
Instrumentos financieros derivados	4	4	4	4	4	4
Impuestos por pagar	3,418	3,418	3,418	3,418	3,418	3,418
Títulos emitidos	670	670	670	670	670	670
Total de pasivos corrientes	61,635	61,300	59,455	57,665	57,030	56,308
Pasivos no corrientes						
Obligaciones financieras	32,156	30,733	23,800	15,355	11,114	6,533
Beneficios a empleados	3,973	3,973	3,973	3,973	3,973	3,973
Cuentas comerciales por pagar y otras cuentas por pagar	5,627	5,627	5,627	5,627	5,627	5,627
Impuestos por pagar	104	104	104	104	104	104
Títulos emitidos	2,207	2,207	2,207	2,207	2,207	2,207
Pasivos por impuestos diferidos	58,215	58,215	58,215	58,215	58,215	58,215
Total de pasivos no corrientes	102,282	100,859	93,926	85,481	81,240	76,659

Los REPORTE 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.

Total de pasivos	163,917	162,159	153,381	143,146	138,269	132,968
	2017 PY	2018 PY	2019 PY	2020 PY	2021 PY	2022 PY
Patrimonio						
Capital emitido	117,737	117,737	117,737	117,737	117,737	117,737
Prima de emisión	152,578	152,578	152,578	152,578	152,578	152,578
Resultado del ejercicio	1,748	4,370	8,213	8,787	9,422	10,123
Ganancias acumuladas	94,533	96,281	100,651	108,864	117,651	127,073
Total de patrimonio	366,596	370,966	379,179	387,966	397,388	407,511
Otro resultado integral						
Total de pasivos y patrimonio	530,513	533,126	532,561	531,113	535,657	540,478

Nota: PY = proyección

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES	2013	2014	2015	2016
Ingresos de actividades ordinarias	272,219	325,309	357,889	337,997
Costo de ventas	(248,859)	(286,320)	(295,070)	(294,002)
Ganancia bruta	23,360	38,989	62,819	43,995
Gastos de distribución	(13,485)	(12,948)	(12,050)	(11,497)
Gastos de administración y venta	(15,211)	(21,211)	(22,780)	(24,298)
Otros ingresos	-	4,679	7,911	9,755
Otros gastos	-	(2,503)	(19,017)	(5,547)
Ganancia por actividades de operación	(5,336)	7,006	16,883	12,408
Pérdida derivada de la posición monetaria neta	-	(12,979)	(18,570)	3,251
Pérdida por método de participación	(39)	(371)	-	(488)
Ingresos financieros	788	880	809	707
Costos financieros	(3,668)	(4,204)	(6,460)	(5,112)
Pérdida antes de impuestos	(8,255)	(9,668)	(7,338)	10,766
Gasto por impuestos	(2,185)	(67)	(2,454)	(163)
Pérdida procedente de operaciones continuadas	(10,440)	(9,735)	(9,792)	10,603
Interés minoritario	-	-	-	-
Pérdida neta del período	(10,440)	(9,735)	(9,792)	10,603

Los REPORTE 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.

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES	2017 PY	2018 PY	2019 PY	2020 PY	2021 PY	2022 PY
Ingresos de actividades ordinarias	342,335	346,729	351,180	355,687	360,253	364,877
Costo de ventas	(301,255)	(301,655)	(302,015)	(305,891)	(309,817)	(313,794)
Ganancia bruta	41,080	45,075	49,165	49,796	50,435	51,083
Gastos de distribución	(11,612)	(11,728)	(11,845)	(11,964)	(12,083)	(12,204)
Gastos de administración y venta	(24,541)	(24,786)	(25,034)	(25,285)	(25,537)	(25,793)
Otros ingresos	5,593	7,081	7,702	7,785	7,257	7,698
Otros gastos	(5,602)	(5,658)	(5,715)	(5,772)	(5,830)	(5,888)
Ganancia por actividades de operación	4,918	9,983	14,272	14,561	14,242	14,895
Pérdida derivada de la posición monetaria neta	1,203	1,170	1,138	1,107	1,077	1,047
Pérdida por método de participación	(295)	(299)	(303)	(306)	(310)	(314)
Ingresos financieros	805	816	826	837	847	858
Costos financieros	(4,160)	(3,971)	(3,490)	(2,884)	(1,580)	(1,149)
Pérdida antes de impuestos	2,471	7,698	12,444	13,314	14,275	15,337
Gasto por impuestos	(723)	(3,328)	(4,231)	(4,527)	(4,854)	(5,215)
Pérdida procedente de operaciones continuadas	1,748	4,370	8,213	8,787	9,422	10,123
Interés minoritario	-	-	-	-	-	-
Pérdida neta del período	1,748	4,370	8,213	8,787	9,422	10,123

Nota: PY = proyección

Los REPORTE 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.

Flujo de caja	2014	2015	2016
Utilidad neta	(9,735)	(9,792)	10,603
Depreciaciones	12,610	14,986	15,124
Amortizaciones			
Cambios en cuentas por cobrar	(23,659)	29,501	(3,697)
Cambios en cuentas por pagar	19,070	(9,998)	(14,158)
Cambios en inventarios	(3,446)	(3,234)	16,802
Intereses financieros			
Impuestos, gravámenes y tasas	2,588	354	(1,572)
Beneficios a empleados	(5,316)	(1,316)	1,727
Otros	9,971	9,009	(11,443)
FLUJO DE CAJA DE OPERACIÓN	2,083	29,510	13,386
Adquisición de propiedad, planta y equipo	(14,758)	(2,553)	(5,383)
Adquisición de inversiones permanentes	(625)		(2,499)
FLUJO DE CAJA DE INVERSIÓN	(15,383)	(2,553)	(7,882)
Aumento de obligaciones financieras	6,159	6,782	-
Cancelación de bonos de la ley 550	(670)	(670)	(668)
Cancelación de obligaciones financieras	(3,080)	(25,069)	(5,955)
Dividendos pagados	-	-	-
Intereses financieros			
FLUJO DE CAJA DE FINANCIACIÓN	2,409	(18,957)	(6,623)
(Disminución) aumento del efectivo	(10,891)	8,000	(1,119)

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.

Efectivo al principio del año	23,069	12,178	20,178
CAMBIOS EN EL EFECTIVO	12,178	20,178	19,059

Los REPORTE 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.

Flujo de caja	2017 PY	2018 PY	2019 PY	2020 PY	2021 PY	2022 PY
Utilidad neta	1,748	4,370	8,213	8,787	9,422	10,123
Depreciaciones	14,932	15,079	14,710	14,350	13,997	13,653
Amortizaciones	-	-	-	-	-	-
Cambios en cuentas por cobrar	598	(724)	(734)	(743)	(753)	(762)
Cambios en cuentas por pagar	965	53	48	516	522	529
Cambios en inventarios	(9,747)	(81)	(73)	(785)	(796)	(806)
Intereses financieros	4,160	3,971	3,490	2,884	1,580	1,149
Impuestos, gravámenes y tasas	-	-	-	-	-	-
Beneficios a empleados	-	-	-	-	-	-
Otros						
FLUJO DE CAJA DE OPERACIÓN	12,656	22,669	25,654	25,008	23,973	23,885
Adquisición de propiedad, planta y equipo	(8,081)	(11,472)	(6,311)	(6,392)	(6,474)	(6,557)
Adquisición de inversiones permanentes						
FLUJO DE CAJA DE INVERSIÓN	(8,081)	(11,472)	(6,311)	(6,392)	(6,474)	(6,557)
Aumento de obligaciones financieras	8,081	11,472	6,311	6,392	-	-
Cancelación de bonos de la ley 550						
Cancelación de obligaciones financieras	(19,729)	(13,283)	(15,137)	(17,143)	(5,399)	(5,831)
Dividendos pagados						

Los REPORTE 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.

Intereses financieros	(4,160)	(3,971)	(3,490)	(2,884)	(1,580)	(1,149)
FLUJO DE CAJA DE FINANCIACIÓN	(15,808)	(5,782)	(12,316)	(13,635)	(6,979)	(6,979)
(Disminución) aumento del efectivo	(11,233)	5,415	7,028	4,981	10,519	10,348
Efectivo al principio del año	19,059	7,826	13,241	20,269	25,250	35,769
CAMBIOS EN EL EFECTIVO	7,826	13,241	20,269	25,250	35,769	46,118

Nota: PY = proyección

Los REPORTE 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.

FLUJO DE CAJA LIBRE	2016	2017 PY	2018 PY	2019 PY	2020 PY	2021 PY	2022 PY	t+1
Ebit	12,408	4,918	9,983	14,272	14,561	14,242	14,895	
Depreciaciones y amortizaciones	15,124	14,932	15,079	14,710	14,350	13,997	13,653	
Ebitda	27,532	19,850	25,062	28,983	28,910	28,239	28,548	
Variación del KTNO	(1,053)	(8,184)	(752)	(759)	(1,013)	(1,026)	(1,039)	
CAPEX	(7,882)	(8,081)	(11,472)	(6,311)	(6,392)	(6,474)	(6,557)	
Tasa impositiva (impuestos)	(188)	(1,438)	(4,316)	(4,853)	(4,951)	(4,842)	(5,064)	
FLUJO DE CAJA LIBRE	18,409	2,146	8,522	17,060	16,555	15,897	15,887	15,887
WACC		10.4%	10.1%	10.8%	11.0%	11.1%	11.5%	
Valor presenta del FCL	125,577	136,449	141,765	140,084	138,912	138,472	138,472	

Nota: PY = proyección

Valor del accionista	2016
Valor presenta del FCL	125,577
Activos no operativos	69,304
Deudas en t	52,582
Valor del accionista	142,299
Valor total de las acciones	142,299
Número de acciones	11,773,724,183
Precio de la acción	12.1
Precio actual en el mercado (16 de agosto de 2017)	9.8

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.

ADVERTENCIA

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

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

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

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

Los reportes preparados en el marco de este programa evalúan las condiciones financieras y las oportunidades de inversión en empresas. Los reportes financieros de empresas cuyas acciones se cotizan en la Bolsa

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

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

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

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

Sandra C. Gaitán Riaño

sgaitanr@eafit.edu.co

Directora de Investigación

Reportes Burkenroad Colombia

Departamento de Finanzas

Universidad EAFIT

Medellín – Colombia – Suramérica

Tel (57) (4) 2619500, extensión 9585