

Carvajal Empaques S.A.
BVC: PF CARPACK

Fecha de valoración: Mayo de 2014

Recomendación: Comprar

Precio de la acción

Precio de la acción esperado: \$ 3.030 (COP) al 31 de diciembre de 2014

Tabla de valoración con los datos financieros destacados

COP (Millones)	2014	2015	2016	2017	2018
FCL	8.215.352	23.720.746	26.340.846	33.379.439	40.915.843
WACC %	6,70%	7,46%	7,92%	8,37%	8,74%
Margen Neto	4,31%	3,24%	3,82%	4,42%	5,01%
EBIT	69.321.495	55.561.515	65.097.992	75.440.862	86.519.300
EBITDA	63.885.262	54.983.650	61.707.818	68.981.053	76.757.590

Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización Bursátil: 270.762M COP Acciones en circulación: 36.934.368

Volumen Promedio diario: 123.98 Bursatilidad: Media

Participación en el Índice:

COLCAP	Índice	Participación	Índice	Participación
1.674,22	COLSC	2,303%	COLEQTY	0.068%

Cotiza en: Bolsa de Valores de Colombia (BVC)

Beta del Sector: 0,99

Rango del año 2013: \$3.355 - \$5.250 COP

Dividendos: \$53 por acción pagaderos en cuotas trimestrales entre abril 2014 y enero 2015.

Entorno macroeconómico: PIB Colombia 2013: 4,3%

Apreciación global e la compañía

Localización: Calle 29 Norte # 6 A-40, Cali, Valle del Cauca, Colombia

Industria: Empaques

Descripción: Empresa especializada en diseño, fabricación, venta y distribución de empaques plásticos y metálicos, así como la producción de materia prima para tubos colapsibles¹.

Productos y servicios: Empaques plásticos, desechables y plásticos

Sitio web: www.carvajalempaques.com

Analistas

Eileen Paola Correa Mejía

Natalia Andrea Romero Fonseca

Directora de investigación

Sandra Gaitán Riaño

Asesor de investigación

Luis Fernando Mondragón

¹ Tubo colapsible. Envase en forma cilíndrica, su tapa es troncocónica y el contenido es vaciado a presión. Se usa para envasar productos farmacéuticos, alimenticios y de cuidado personal.

DESEMPEÑO DEL PRECIO DE LA ACCIÓN

Durante los últimos 12 meses, la acción de Carvajal Empaques S.A., ha presentado una tendencia bajista. Este comportamiento ha generado una reducción en su precio del 49,5% desde el 9 de mayo de 2013, presentando un precio máximo de \$5.050 COP y un mínimo de \$2.365 COP en marzo de 2014.

Gráfico 1. Desempeño del precio de la acción



Fuente. (EIKON, 2014)

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Los resultados obtenidos de la valoración indican que la acción de Carvajal Empaques S.A está actualmente subvaluada en el mercado.

La inversión en Carvajal Empaques es de alto riesgo debido al comportamiento inherente del sector de plásticos y empaques, así como también de la incertidumbre por el comportamiento del crecimiento de la industria. No obstante, los resultados arrojados en el primer trimestre de 2014 evidencian una leve recuperación de la industria, lo que puede derivar en una mejora de los resultados del sector. Es importante indicar, que el comportamiento del sector, se encuentra directamente relacionado con el comportamiento del consumo y por ende del mejoramiento de éste, se derivará una mejora sustancial en los resultados de Carvajal Empaques S.A.

TESIS DE INVERSIÓN

Recomendación: comprar

Con base en la valoración realizada con la metodología denominada Flujos de Caja Libre Descontados (FCLD), incorporando el valor presente de dichos flujos de caja, se emite recomendación de compra. Lo anterior, teniendo en cuenta un precio objetivo para la

acción de Carvajal Empaques S.A. de \$ 3.030 a diciembre de 2014, lo que indica un potencial de valoración del 21,2% con respecto al precio de cierre de \$2.500 del 9 de mayo de 2014. El resultado anterior está explicado por la capacidad de la empresa para generar EBIT, cuyo margen se ubica en segundo lugar de las empresas más representativas del sector en Colombia, y se ajusta a una proyección de ingresos conservadora.

La subvaluación que presenta Carvajal Empaques en la actualidad se puede explicar, dado que en el año 2013, las filiales presentaron dificultades de tipo operativo y relacionado con el mercado, así:

- Chile. En el tercer trimestre de 2013, se presentó una huelga que generó disminución en inventarios y de la producción, conllevando a incumplimientos y reestructuración de personal.
- México. Hubo desaceleración de la actividad económica y reducción de la demanda, dado que se presentó transición de gobierno y a su vez la implementación de reformas de tipo tributario, fiscal, educativo, de telecomunicaciones y energético.

No obstante, para el caso de Chile, las dificultades laborales fueron superadas y en la actualidad la empresa se encuentra en una etapa de producción y reorganización.

Para el caso de México, se espera que dado una alta correlación con la economía norte americana y de acuerdo a proyecciones del Fondo Monetario Internacional, se pronostica que para el 2014 se tendrá un crecimiento del 2.99%. Se debe tener en cuenta que para el primer trimestre de este año, el crecimiento en los ingresos en México de Carvajal Empaques S.A., fue de aproximadamente el 4%. Resultado favorable si se consideran los cambios estructurales adoptados por el gobierno de este país, la guerra de precios y la necesidad de sostener el posicionamiento de la empresa en el mercado.

El crecimiento de los ingresos operacionales durante el primer trimestre de 2014, fue del 8% con respecto al primer trimestre de 2013, lo que indica que aunque México participa con el 40% de los ingresos totales, se muestra un dinamismo de los demás mercados donde se cuenta con operaciones.

Es importante resaltar que en Colombia y Perú, se está realizando la adecuación de plantas, que pretenden mejorar la relación con los clientes, disminuir costos de transporte y mejorar la infraestructura y maquinaria, aspectos que conllevaran al crecimiento en los mercados de food service e industrial.

VALORACIÓN

Para determinar el precio objetivo a diciembre de 2014 de Carvajal Empaques S.A., se utilizó la metodología de Flujo de Caja Libre Descontado (FCLD), con un horizonte de proyección hasta el año 2018, y el cálculo de un valor terminal utilizando como variables en su cálculo la tasa esperada de crecimiento del sector de empaques y el flujo de caja libre esperado.

Para el cálculo de los ingresos de Carvajal Empaques S.A., se tomaron como referencia las expectativas de crecimiento de la compañía para 2014 y en adelante las expectativas de crecimiento del producto interno bruto (PIB); mientras que para los costos relacionados, se consideraron las proyecciones de la variación del IPC en cada uno de los países donde la empresa presenta operación.

Carvajal Empaques S.A., estima que para 2014 el CAPEX será de aproximadamente 35 millones de dólares, de los cuales se destinan 15 millones para la adecuación de la planta de Tocancipá en Colombia y los demás se distribuirán en la terminación de la planta en Perú y el sostenimiento y mantenimiento de las demás plantas productivas, con el fin de incrementar la capacidad de producción.

Así mismo, se espera que para 2014, 2015 y 2016, la empresa realice inversiones que permitan el mejoramiento de sus operaciones en cada uno de los países donde cuenta con presencia, pero con un valor inferior a partir de 2016.

Considerando los aspectos antes mencionados, se proyectaron los flujos de caja libres de Carvajal Empaques S.A., para el periodo 2014 – 2018 y con el costo promedio de capital (WACC) determinado, obteniendo un precio de la acción de \$ 3.030 COP a diciembre de 2014 (Tabla 1).

Tabla 1. Precio de la acción a diciembre 31 de 2014 en \$COP

	Valores en miles de COP \$
Valor de la operación	423.996.000
(+) Disponible e inversiones temporales	66.239.073
(+) Inversiones permanentes	51.872
Valor total de la empresa	490.286.945
(-) Valor del deuda	378.394.980
Valoración por FCLD	111.891.965
Acciones en circulación	36.934.368
Precio de la acción en pesos colombianos a diciembre 31 de 2014	\$ 3.030

Fuente. Equipo de valoración

Cálculo de la tasa de descuento (WACC)

Para calcular la tasa de descuento (WACC), se consideró la tasa de los bonos norteamericanos a 10 años, la tasa de impuestos de Colombia del 34%, el riesgo del mercado compuesto por la prima de riesgo del mercado y el riesgo del país, el beta del sector y la relación deuda – equity. Este valor, se derivó de la proyección de los estados financieros y una vez calculada dicha relación se trajo a valor presente (Tabla 2)

Tabla 2. Cálculo de la tasa de descuento (WACC)

		2014	2015	2016	2017	2018
Pasivo	Participación	58%	57%	54%	52%	49%
	Costo Financiero	4,93%	6,16%	6,87%	7,64%	8,29%
Patrimonio	Participación	42%	43%	46%	48%	51%
	Costo Financiero	9,17%	9,17%	9,17%	9,17%	9,17%
WACC		6,70%	7,46%	7,92%	8,37%	8,74%

Fuente. Equipo de valoración

Análisis de sensibilidad

A continuación se presentan los posibles precios de la acción ante cambios de 50 pb en la tasa de crecimiento (g) y en el costo promedio ponderado de capital. Los resultados obtenidos señalan que el precio de la acción al cierre de diciembre de 2014 se puede ubicar en un rango entre \$ 1.695 COP y \$ 4.505 COP (Tabla 3).

Tabla 3 Análisis de sensibilidad WACC vs. Crecimiento del sector

		WACC				
		7,01%	7,51%	7,56%	8,06%	8,56%
Tasa de crecimiento (g)	-1,00%	2.265	2.075	2.055	1.875	1.695
	-0,50%	2.730	2.535	2.515	2.325	2.140
	0,00%	3.255	3.050	3.030	2.830	2.635
	0,50%	3.840	3.625	3.605	3.395	3.185
	1,00%	4.505	4.275	4.255	4.030	3.810

Fuente. Equipo de valoración

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Contexto histórico

CARVAJAL EMPAQUES S.A., es una filial del Grupo Carvajal S.A., cuenta con operaciones productivas en 5 países y sus productos llegan a más de 20 países.

Gráfico 2. Presencia de Carvajal Empaques en el mundo



Fuente. (Carvajal Empaques S.A.)

La historia de Carvajal Empaques se resume en el gráfico que se presenta a continuación:

Tabla 4. Historia de Carvajal Empaques S.A

Año	Acontecimiento
1869	Llega la primera imprenta a Palmira (Valle), la cual fue adquirida por la Imprenta Comercial después.
1906	La Imprenta Comercial cambió su razón social por Carvajal y Compañía. Bajo la dirección de Manuel Carvajal, Hernando Carvajal y Alberto Carvajal crece y crea una papelería para la distribución de productos importados Desarrollo industrial que inicia con el uso de una prensa tipo gráfica manual
1914 - 1934	Construyó su primera sede y se importan equipos upset de color que permitió el desarrollo en la industria y crea una red comercial en las principales ciudades del país
1960	Se inicia el proceso de modernización y traslada al barrio Santa Mónica en Cali.
1975	Ingresa en el negocio de empaques, etiquetas y cajas plegalizadas, lo que permite ampliar el portafolio de productos y en el mercado de América Latina.
1995	Todas las empresas dedicadas a empaques pasan a ser parte de CARPAK S.A.
2011	Cambia la razón social por CARVAJAL EMPAQUES S.A.

Año	Acontecimiento
	Adquisición de Carvajal Chile, Carvajal Salvador y Palmosa (Perú)
	Adquisición de Convermex (México), que se ubica en el tercer productor a nivel mundial. Cuenta con certificaciones de Semarnat y Profepal.
	Certificación en ISO 9001, ISO 14001 y OSHAS 18000

Fuente. Elaboración propia, basado en (Carvajal Empaques S.A., 2012)

Como parte del direccionamiento estratégico de la Compañía, en el cual buscan focalizarse en el negocio de empaques rígidos, durante 2011 fueron realizadas las siguientes desinversiones: en la unidad de negocio de empaques flexibles, a favor de Empaques Flexa S.A.S y en el negocio de pulpa moldeada en Colombia.

En el año 2012, se llevó a cabo la capitalización mediante la emisión de acciones preferenciales por valor de \$195.752 millones, completando la financiación de las adquisiciones realizadas en México y Chile.

Carvajal Empaques S.A., cuenta con cinco (5) compañías operativas en Latinoamérica, así:

Gráfico 3. Compañías Operativas de Carvajal Empaques



Fuente. (Carvajal Empaques S.A., 2012)

Además de los países mencionados anteriormente, la operación comercial la realiza en Estados Unidos, Guatemala, Honduras, Costa Rica, Panamá, Venezuela, Ecuador, Bolivia, Nicaragua, Belice, Trinidad y Tobago, Puerto Rico, Babados, Curazao y Aruba.

Cobertura Geográfica

La cobertura geográfica de Carvajal Empaques, se conforma por dos grupos, el primero se relaciona con países en los que se cuenta con plantas de producción y el segundo relacionado con países en donde hay operación comercial. Cuenta con 11 plantas en 5 países, así:

Tabla 5. Plantas Carvajal Empaques S.A.

País	Ciudad	Tipo de Planta
	Ginebra, Valle	Rígidos
	Tocancipa, Cundinamarca	Rígidos
	Yumbo, Valle	Papel y Cartón
	Mérida	Rígidos
	Norte México DF	Rígidos
	Sur México DF	Rígidos
	Monterrey	Rígidos
	Puebla	Rígidos
	Lima	Rígidos
	San Salvador	Rígidos
	Santiago de Chile	Rígidos

Fuente. Elaboración propia, basado en (Carvajal Empaques S.A., 2012)

Marco Estratégico

El marco estratégico de Carvajal Empaques S.A., se enmarca en:

- ✓ Misión. Proveer soluciones innovadoras de empaque que contribuyan al crecimiento rentable de nuestros clientes, en los mercados que atendemos para los sectores de la industria, foodservice² y agropecuario. (Carvajal Empaques S.A., 2012)
- ✓ Visión. **Carvajal Empaques** es una empresa en crecimiento rentable, reconocida por su contribución al desarrollo de sus clientes, con procesos comprometidos con el medio ambiente y cumpliendo los valores y principios de la Organización Carvajal. (Carvajal Empaques S.A., 2012)
- ✓ Valores. Orientación al cliente, innovación, integridad, respeto y compromiso social. (Carvajal Empaques S.A., 2012)

Productos y servicios

Carvajal Empaques S.A., pertenece al sector industrial, específicamente a la actividad relacionada con el desarrollo, producción y comercialización de empaques.

Los productos de Carvajal Empaques S.A., son:

² Foodservice: Término utilizado por Carvajal Empaques S.A. para referirse al consumo masivo de alimentos

Gráfico 4. Productos y Servicios Carvajal Empaques S.A



Fuente. (Carvajal Empaques S.A, 2013)

Tal y como se observa en el Gráfico 4, durante 2013 la empresa completó su focalización en el negocio de envases rígidos plásticos, desechables e industriales, con la venta de la unidad de cajas plegadizas en cartón que se realizó a finales de 2012 y del negocio de pulpa modelada en el Perú. (Carvajal Empaques S.A, 2013)

Dentro de los productos y servicios, se encuentra como innovador el caso de Graphicup, que fue desarrollado por Covermex (México) y consiste en vasos desechables diseñados que se distinguen por una alta calidad de impresión. Cabe resaltar, que dado que el mercado es cada vez más exigente, Carvajal Empaques se encuentra desarrollando productos más eficientes y livianos con el fin de reducir costos asociados al producto.

Análisis DOFA

Tabla 6. DOFA – Carvajal Empaques S.A.

FORTALEZAS

- ✓ Historia de crecimiento orgánico y por adquisiciones.
- ✓ Participación significativa del 20% en el mercado mexicano
- ✓ Portafolios de clientes y productos diversificados.

OPORTUNIDADES

- ✓ Consolidación de nuevas adquisiciones: sinergias y crecimiento
- ✓ Presencia geográfica diversificada: desde EE.UU. hasta Chile.
- ✓ Enfoque en mercados emergentes le brindaría más oportunidades de crecimiento.

- ✓ Reconocimiento de marca y presencia en el mercado internacional

- ✓ Enfoque estratégico en empaques rígidos.

DEBILIDADES	AMENAZAS
<ul style="list-style-type: none"> ✓ Porcentaje representativo del 47% de deuda en moneda extranjera a diciembre de 2013. ✓ Alta dependencia de los ingresos recibidos de México (46% a diciembre de 2013) ✓ Poco poder en fijación de precios del mercado 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Riesgos asociados a la apertura de mercados en la región: Menores precios de venta y más competencia ✓ Exposición a la tasa de cambio ✓ Variaciones significativas en los costos de las materias primas ✓ Economía mexicana: problemas de seguridad.

Fuente. Equipo de valoración

Desempeño y trayectoria de la Alta Gerencia

En las tablas Tabla 7. Junta Directiva Carvajal Empaques S.A. y Tabla 8. Equipo Directivo Carvajal Empaques S.A., se presentan los perfiles de los miembros del equipo directivo de Carvajal Empaques S.A. y los miembros de la Junta Directiva.

- ✓ Junta Directiva

Tabla 7. Junta Directiva Carvajal Empaques S.A.

Cargo	Nombre
Presidente	Roberto Sierra Mercado
Miembro de la Junta Directiva	Bernardo Quintero Balcázar
Miembro de la Junta Directiva	Charles Bevan Rojas
Miembro de la Junta Directiva	Darío Chaves Díaz
Miembro de la Junta Directiva	Gerardo Carvajal Leib
Miembro de la Junta Directiva	Guillermo Ponce De León Sarasti
Miembro de la Junta Directiva	Jaime Prado Rodríguez
Miembro de la Junta Directiva	Vicente Carvajal Cabrera
Secretaria	Catalina Giraldo Valencia

Fuente. (Carvajal Empaques S.A, 2013)

Tabla 8. Equipo Directivo Carvajal Empaques S.A.

NOMBRE	CARGO	EXPERIENCIA
Roberto Sierra Mercado	Presidente	<ul style="list-style-type: none"> Estudios: Ingeniero Industrial, especialista en Mercadeo de la Universidad de los Andes. Experiencia: 20 años en dirección de negocios Empresas donde ha trabajado: Editorial Norma en México, DIRECTV en México y Colombia, QuadGraphics México y Grupo Convermex S.A. de C.V.
Alejandro Guzmán Cañón	Gerente General de Rígidos Colombia	<ul style="list-style-type: none"> Estudios: Ingeniero Industrial de la Universidad de Purdue en Indiana, Estados Unidos. Experiencia: 12 años en el sector de empaques Empresas donde ha trabajado: Se ha desempeñado en varios cargos administrativos en las áreas de producción y logística.
Ángel Herrera Jovel	Gerente General, El Salvador	<ul style="list-style-type: none"> Estudios: Ingeniero Industrial de la Universidad Autónoma de Cetro América, Costa Rica. Experiencia: 14 años en el sector de empaques rígidos Empresas donde ha trabajado: Producción y Logística en Termoformados Modernos S.A. de C.V.
Reinaldo Aragón	Director General Grupo Convermex S.A. de C.V	<ul style="list-style-type: none"> Estudios: Ingeniero Químico de la Universidad del Valle con una Maestría en Administración de Negocios de la Universidad ICESI. Empresas donde ha trabajado: Riopaila Castilla, UEN Vital Care Procap S.A., Organización Corana y Gerente General de Productos Escolares en la Organización Carvajal.
José Alejandro Borda Noriega	Gerente General Pamolsa, Perú	<ul style="list-style-type: none"> Estudios: Economista de la Universidad del Pacífico en Lima, con MBA del Adolfo Ibáñez School of Management en Estados Unidos. Empresas donde ha trabajado: Peruana de Moldeados S.A., Ovosur S.A.
Alex Vela	Gerente Comercial Carvajal Empaques, Chile	<ul style="list-style-type: none"> Estudios: Ingeniero Industrial de la Universidad Javeriana Cali, Programa de Alta Gerencia PAG del INCAE, Costa Rica. Experiencia: 23 años de experiencia en la Organización Carvajal
Andrés Carvajal Valli	Gerente Financiero y Administrativo	<ul style="list-style-type: none"> Estudios: Administrador de Empresas del Colegio de Estudios Superiores de Administración (CESA) y con

NOMBRE	CARGO	EXPERIENCIA
		especializaciones en Administración y Mercadeo de la Universidad ICESI <ul style="list-style-type: none"> ▪ Experiencia: 20 años de experiencia en las áreas administrativa, financiera y de mercadeo. ▪ Empresas en las que ha trabajado: Banco de Bogotá, Codimobil y la Corporación Financiera Corfinsura.
Alberto Medina Tovar	Director de Gestión Humana	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Estudios: Licenciado en Administración y Estrategia de Negocios del Instituto Tecnológico (México), especialidad en Recursos Humanos de la misma institución y una maestría en Desarrollo Organizacional de la Universidad Anáhuac (México). ▪ Experiencia: Más de 30 años de experiencia en el área de Gestión Humana ▪ Empresas donde ha trabajado: Transcontinental, Aeroquip y Bancomer.

Fuente. Equipo de valoración, basado en (Carvajal Empaques S.A.)

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

Desempeño del sector

La industria manufacturera en Colombia en el año 2013 representó el 11,3% del Producto Interno Bruto (PIB), y registró una disminución real anual del -1,2%. El sector de los productos de plásticos no ha sido ajeno al comportamiento de la industria con una variación real anual del -4,7%.

No obstante, es importante mencionar que parte del dinamismo de este sector está relacionado con el comportamiento del consumo de los hogares, el cual durante 2013 creció 3,66% en promedio de los países donde tiene presencia operativa la empresa y se espera que en 2014 presente un crecimiento sostenido en cada uno de ellos (Tabla 9). No obstante, para efectos de la valoración se tomó como referencia el crecimiento del PIB.

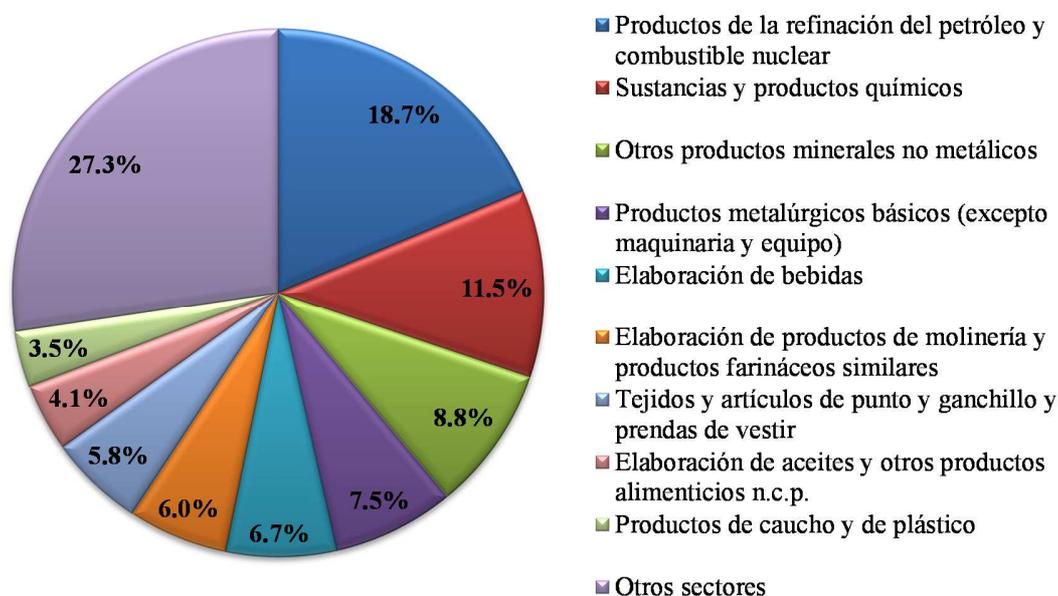
Tabla 9. Perspectivas crecimiento del PIB

País	2014	2015	2016-2018
México	3,0%	3,5%	3,8%
Colombia	4,5%	4,5%	4,5%
Perú	5,5%	5,8%	5,8%
Salvador	1,6%	1,7%	1,6%
Chile	3,6%	4,1%	4,2%

Fuente. (Fondo Monetario Internacional, 2014)

La fabricación de productos de plástico pertenece a la industria manufacturera y participa dentro de ésta con un 3,5%. Dentro de la cadena productiva de la fabricación de productos de plástico encontramos: resinas, polyester, PVC, polietileno, poliuretano que una vez son transformados se convierten en artículos de higiene, envases, fibras sintéticas, artículos de uso doméstico y construcción, artículos para la seguridad industrial, cintas autoadhesivas, plásticos espumados y otras manufacturas de plástico. En cuanto a las materias primas con las cuales se logra la transformación del plástico, es importante mencionar que provienen principalmente de países asiáticos. (Aktiva Servicios Financieros, 2013)

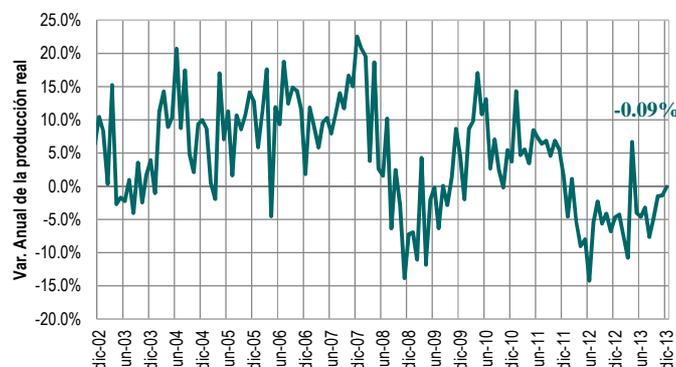
Gráfico 5. Participación de la fabricación de productos de plástico dentro de la Industria Manufacturera



Fuente. Equipo de valoración, basado en (Departamento Administrativo Nacional de Estadística - DANE, 2014)

De acuerdo con la Muestra Mensual Manufacturera con corte a diciembre de 2013, la producción real fabril sin incluir trilla de café, registró una disminución de 0,09% con relación a diciembre de 2012. Por su parte, el sector de productos de plástico presentó una variación anual de -3,94% en el periodo de estudio.

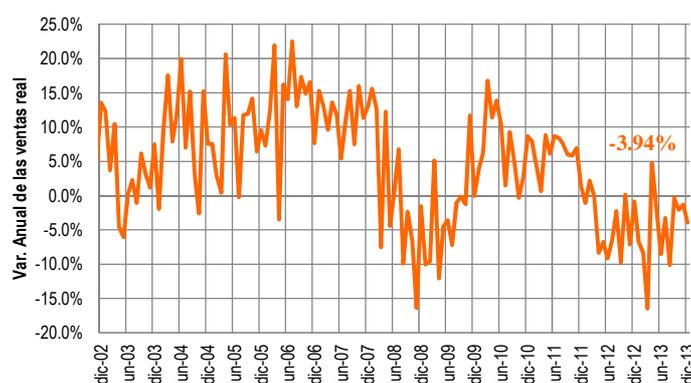
Gráfico 6. Variación Anual de la Producción Real – Productos de Plástico



Fuente. (Departamento Administrativo Nacional de Estadística - DANE, 2014)

El Gráfico 6, muestra el comportamiento de la variación anual de la producción real de los productos de plástico, en él se observa una tendencia creciente a partir de julio de 2012. Mientras que para el caso de las ventas reales de productos plásticos, se observa una tendencia bajista entre febrero de 2010 y febrero de 2013, momento a partir del cual exhibe una leve recuperación. Este comportamiento obedece principalmente a la fuerte competencia que la industria nacional tiene con China, Perú y Ecuador, los cuales no sólo compiten a través de precios bajos y dólar depreciado sino que también a partir de una mayor oferta de nuevos envases y empaques. (Aktiva Servicios Financieros, 2013)

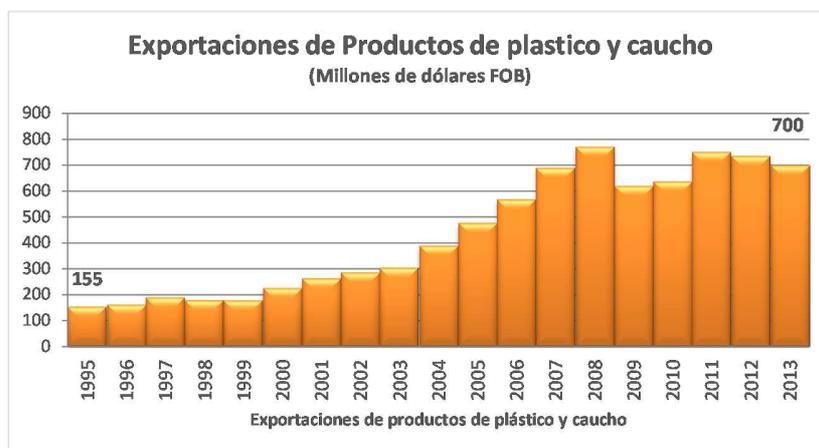
Gráfico 7. Variación Anual de las Ventas Real – Productos de Plástico



Fuente. (Departamento Administrativo Nacional de Estadística - DANE, 2014)

En los últimos dos años, se observa que el sector reacciona positivamente tanto a nivel productivo como de las ventas. Lo anterior debido a la introducción de un mayor nivel tecnológico y logístico y ampliando los receptores internacionales, aprovechando los nuevos tratados de comercio que se han suscrito. El potencial en el mercado norteamericano y canadiense impone retos importantes. (Aktiva Servicios Financieros, 2013)

Gráfico 8. Exportaciones Productos de Plástico y caucho



Fuente. (Departamento Administrativo Nacional de Estadística - DANE, 2014)

En cuanto a las exportaciones de productos de plástico y caucho, se observa una desaceleración a partir de 2008 principalmente debido a la competencia de Brasil. Los principales demandantes de productos de plástico son distribuidoras de llantas, empaques plásticos para tuberías, artículos de ferretería y el sector de alimentos y bebidas. (Aktiva Servicios Financieros, 2013)

Tabla 10. Importaciones de materias plásticas y manufacturas según principales países de origen

Principales países de origen	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Estados Unidos	769,640	721,162	672,625	580,646	467,626	533,346	491,907
México	295,780	278,576	296,481	231,835	172,176	220,402	148,150
China	310,516	266,095	205,121	144,317	105,774	112,194	87,336
Corea del sur	153,093	136,077	120,721	86,481	72,803	112,188	68,665
Brasil	109,352	128,060	137,655	108,294	85,306	88,388	86,613
Perú	117,546	115,761	103,602	71,244	63,255	70,507	49,159
Taiwán	78,069	94,513	79,620	42,191	31,088	41,788	30,455
Alemania	89,650	91,928	79,674	58,158	45,053	55,234	49,754
Chile	45,277	52,729	61,976	43,168	42,109	54,418	44,936
Ecuador	51,439	52,679	39,758	32,129	24,660	29,521	26,287
Demás países	405,487	411,269	392,400	281,234	204,747	279,213	320,049
Total	2,425,850	2,348,849	2,189,633	1,679,697	1,314,595	1,597,200	1,403,311

Fuente. (Departamento Administrativo Nacional de Estadística - DANE, 2014)

Con relación a la oferta de materias plásticas y manufacturas, es importante mencionar que la industria nacional compite con productos provenientes de Estados Unidos, México, China, Corea del Sur, Brasil y Perú. Entre 2012 y 2013, dichas importaciones registraron un crecimiento anual de 3,28% especialmente las provenientes de Estados Unidos y China.

En lo referente a las principales empresas en la industria nacional de empaques y envases de plástico, se destacan Multidimensionales, Flexo Spring, Cartones América y Carvajal Empaques (Carpak). (Factor Dinero, 2012)

Principales competidores

Los principales competidores en Colombia de Carvajal Empaques S.A., se relacionan en la Tabla 11 de acuerdo a los productos que brindan a sus clientes; la mayoría de ellos cuentan con presencia a nivel internacional, resaltando a Amcor S.A que es de origen australiano y que junto con Iberplast S.A. se convierten en sus rivales potenciales.

Tabla 11. Principales competidores

EMPRESA	TIPO DE PRODUCTOS	PAÍS
Enka de Colombia	Producción y comercialización de polímeros y fibras químicas de poliéster y nylon, materia prima para la industria	Colombia
Flexo Spring SAS	Producción y comercialización de empaques flexibles.	Colombia
Iberplast S.A.	Fabricación y comercialización de envases y empaques; prestación de servicios de refilado e impresión de lámina.	Colombia
Alico S.A.	Producción de empaques.	Colombia
Minipak SAS	Producción de empaques flexibles	Colombia
Propilco	Producción de polímeros termoplásticos y masterbatch	Colombia
Amcor S.A.	Producción de envases de plásticos rígidos y flexibles, fibra, metal y vidrio	Australia
Plásticos Especiales S.A.	Producción de empaques y recipientes plásticos flexibles y rígidos	Colombia
Litoplas S.A.	Producción de empaques flexibles	Colombia
Envases del Pacífico	Envases flexibles.	Chile

Fuente. Elaboración propia

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

La acción de Carvajal Empaques S.A, cotiza en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), presentando una bursatilidad media con 108.304.773 acciones, de las cuales el 34% tienen derecho a dividendo preferencial y el 66% son acciones ordinarias.

Actualmente, se encuentran en circulación en la Bolsa de Valores de Colombia 36.934.368 acciones.

Forma parte del índice financiero COLSC con una participación del 2,303% y COLEQTY con una participación del 0.068%.

Los principales accionistas de Carvajal Empaques S.A., se muestran en la Tabla 12. **Principales 20 accionistas por tipo de acción. Corte 30 de junio de 2013.**

Tabla 12. Principales 20 accionistas por tipo de acción. Corte 30 de junio de 2013

Accionista	No. de acciones	Participación
Carvajal S.A	67.028.121	61,89%
Herederos de Manuel Carvajal Valencia S.A	4.340.899	4,01%
Carvajal Leib Juan Martín	742	0,00%
Alfredo Carvajal & Cía. S en C	254	0,00%
Invemac Ltda	254	0,00%
Carvajal Leib Andreina	123	0,00%
Carvajal Sinisterra Amparo	12	0,00%
Subtotal acciones ordinarias	71.370.405	65,90%
Inversantamonica S.A	8.118.542	7,50%
Corporación Financiera Internacional IFC	5.135.264	4,74%
Fondo de pensiones obligatorias COLFONDOS	2.388.508	2,21%
Fondo de pensiones obligatorias PROTECCIÓN	2.264.149	2,09%
Fondo de pensiones obligatorias PORVENIR	1.950.212	1,80%
Compañía de seguros Bolívar S.A.	1.886.792	1,74%
Fondo de pensiones obligatorias Skandia	1.229.100	1,13%
Fundación Suramericana	754.716	0,70%
Fdo abierto PCC PAC de PER BTG PAC acciones COL	475.938	0,44%
CCC CG Small CAPS Colombia	422.039	0,39%
Fdo abierto PCC PAC de PER BTG PA Small CAPS COL	392.998	0,36%
Fondo de pensiones obligatorias COLFONDOS conservador	350.534	0,32%
Fondo de pensiones obligatorias COLFONDOS retiro programa	338.425	0,31%
Fondo de cesantías de COLFONDOS	310.214	0,29%
Cartera colectiva abierta Seguridad Bolívar	286.360	0,26%
Inversiones Vallecilla Martínez y Cía. S.C.A	200.000	0,18%
Amortegui Y Cía. Ltda	188.679	0,17%
Fondo de pensiones voluntarias CLASS Inversión de COLFONDOS	176.420	0,16%
Alianza Valores S.A. Comisionista de bolsa	151.061	0,14%
Blue Rock Investments SAS	150.000	0,14%
Otros accionistas de menor participación	9.764.417	9,02%

Accionista			No. de acciones	Participación
Subtotal acciones preferenciales sin derecho a voto			36.934.368	34,10%
TOTAL ACCIONES EN CIRCULACIÓN			108.304.773	100,00%

Fuente. Equipo de valoración, basado en (Carvajal Empaques S.A.)

En lo referente a la política de dividendos, en asamblea general del 18 de marzo de 2014, se decretó un dividendo de \$53, el cual se pagará en cuatro pagos trimestrales de \$13.25, comenzando en abril de 2014 y un último pago en enero de 2015.

ANÁLISIS COMPARATIVO

La revisión de los múltiplos de empresas pertenecientes al sector de productos plásticos y empaques, dan indicios del potencial de valorización de Carvajal Empaques S.A. (Tabla 13 y Tabla 14. Análisis de compañías comparables), ya que con respecto a las empresas pares, el margen EBIT es superior al promedio del sector, ocupando el segundo puesto después de Iberplast.

Tabla 13. Análisis de compañías comparables en Colombia

Resultados a diciembre 2013				
Empresa	Margen EBIT	ROA %	ROE %	Deuda
Carvajal Empaques S.A	15,13	-0,70%	-1,34%	47,92%
Enka de Colombia S.A	-1,96	-1,93%	-2,55%	24,44%
Flexo Spring S.A.S	0,48	1,16%	1,57%	26,10%
Iberplast S.A	23,91	4,68%	8,87%	47,19%
Alico S.A	4,65	2,11%	5,26%	59,90%
Minipak S.A.S	4,06	1,53%	2,33%	34,26%
Propilco	0,2	1,41%	2,49%	43,29%
Amcor S.A	5,76	12,53%	32,09%	60,95%
Plásticos especiales S.A	4,21	0,02%	0,03%	34,85%
Litoplas S.A	5,07	0,08%	0,21%	63,61%
Promedio del sector*	6,15	2,09%	4,90%	44,25%

*Cálculo equipo de valoración

Fuente. (La República, 2014)

De acuerdo con los indicadores presentados en la tabla anterior, se considera a Iberplast S.A el competidor de referencia, dado que a diferencia de Carvajal presenta indicadores de ROA y ROE positivos; en lo referente a la deuda se observa que es levemente superior al principal competidor pero en ambos casos supera el promedio del sector.

Tabla 14. Análisis de compañías comparables internacionales

	P/E	EV/EBITDA	ROE	D/E
Carvajal Empaques	N/A	8,84	N/A	N/A
China hao ran	N/A	5,88	7,71%	0,53
Shanghai luxin	15,59	21,26	11,98%	0,32
Dfp	12,97	16,56	32,71%	0,25
Tailim packaging	N/A	7,27	N/A	N/A
Filtisac	N/A	4,65	N/A	N/A
Sambo corrugated	N/A	7,4	N/A	0,49
Polyplex thai	N/A	54,21	-4,95%	1,08
Promedio del sector*	14,28	15,76	11,86%	0,53

*Calculo equipo de valoración

Fuente. (EIKON, 2014)

En lo referente a los competidores en el ámbito internacional se evalúa la relación entre EV/EBITDA. De acuerdo con ella, se observa que Carvajal Empaques S.A., se encuentra por debajo del promedio del sector (15,76%) ocupando el cuarto puesto.

Tabla 15. Análisis de compañías comparables en América Latina (1)

Empresa	Mkt Cap (COP)	EV	EBITDA Margin	ROE	P/E	País
Carvajal Empaques SA	265.35 B	642.64 B	13,31%	-1,33%	N.A	Colombia
Bio Pappel SAB de CV	1.18 T	1.43 T	15,52%	4,08%	19,26	México
Rigolleau SA	380.22 B	417.79 B	14,77%	20,06%	20,87	Argentina
Cristalerías de Chile	954.57 B	1.47 T	19,93%	8,20%	14,43	Chile
Vitro s.a.b	2.45 T	4.71 T	20,50%	1,01%	351,53	México
Promedio	1.05 T	1.73 T	16,81%	6,40%	101,52	

Fuente. Equipo de valoración, basado en (Bloomberg, 2014)

Tabla 16. Análisis de compañías comparables en América Latina (2)

	Type	Current P/E Ratio	Earnings Per Share (COP)	Market Cap (M COP)	Shares Outstanding (M)	30 Day Average Volume	Price / Book
Carvajal Empaques S.A	Preferencia	-	43.41	265,346.69	36.93	7,367.00	0.75
Convera	Common Stock	-	0.29	-	80.18	-	-
Envases del Pacífico	Common Stock	167.27	1.03	19,537.47	113.59	18,187.00	0.56
Industrias Estra	Common Stock	-	51.27	-	71.21	-	-
Promedio		167.27	23.34	71,221.04	75.48	6,388.50	0.66

Fuente. Equipo de valoración, basado en (Bloomberg, 2014)

Tabla 17. Análisis de compañías comparables en América Latina (3)

	Country	Price/Sale	Dividend Indicated Gross Yield	Cash Dividend (COP)	Dividend Ex-Date	5 Year Dividend Growth	Next Earnings Announcement
Carvajal Empaques S.A	Colombia	0.32	0.02	13.25	06/24/2014	-	10/30/2014
Convera	México	-	-	-		-	07/25/2014
Envases del Pacífico	Chile	0.48	0.01	0.60	05/05/2014	-52.94%	06/06/2014
Industrias Estra	Colombia	-	-%	1.65	09/11/2008	-	06/05/2014
Promedio		0.40	0.02	5.17		-52.94%	

Fuente. Equipo de valoración, basado en (Bloomberg, 2014)

De acuerdo con las Tabla 15, Tabla 16, Tabla 17, se observa que Carvajal Empaques S.A., frente a sus competidores presenta un dividend yield superior. Igualmente, se observa que el indicador Price to Sales (ttm), es menor al registrado por las empresas comparables del sector, lo que puede indicar un potencial beneficio futuro.

Al consolidar las cifras anteriores, en las que se relacionan los principales múltiplos de las empresas competidoras, se obtiene que el precio teórico de la acción de Carvajal Empaques S.A. es de \$3.464.

Tabla 18 Precio teórico con respecto a los principales competidores

MULTIPLIO	PFCARPAK	EPCL	ENKA	CONVER	AMCOR
COP/divisa		3,28		142,79	1.739,72
Stock Price (COP)	2.500	532	12	700	16.545
Current P/E Ratio (ttm)	-	235,79	-	14,06	-
Earnings Per Share (ttm)	- 43,41	2,25	- 0,59	49,78	-
EBITDA Margin	11,11%	8,25%	-	-	-
Market Cap (M COP)	270.762	60.375	140.107	56.101	19.964.281
Shares Outstanding (M)	36,93	113,59	11.773,72	80,18	1.206,69
30 Day Average Volume	10.002	2.046	17.211.720	931	161
Price/Book (mrq)	0,77	0,53	0,34	0,66	-
Price/Sales (ttm)	0,33	0,46	0,49	0,41	-
Dividend Indicated Gross Yield	2,12%	1,11%	-	-	3,78%
Cash Dividend (COP)	13,25	1,97	-	-	339,25
Price/Sales Promedio	0,45				
Sales (M COP)	830.708				
# acciones	108.304.773				
Precio teórico	3.464				

Fuente. Equipo de valoración, basado en (Bloomberg, 2014)

RIESGO DE INVERSIÓN

Riesgo de tipo de cambio. Teniendo en cuenta que a diciembre de 2013 la deuda en moneda extranjera representaba el 47% del total de las obligaciones financieras y al cierre del primer trimestre de 2014 realizó un roll over que logró la disminución de dicho porcentaje al 23%, se considera que la exposición a la variación del tipo de cambio se ha reducido.

Riesgo de procesos internos. Carvajal Empaques S.A., cuenta con Código de Buen Gobierno, a su vez sigue las recomendaciones del “Código País” y la IFC (International Finance Corporation) que compromete a la empresa a mantener altos estándares de gobierno corporativo.

Por otro lado, cuentan con la “Línea Ética”, que permite a los grupos de interés reporten comportamientos o actividades sospechosas por parte de miembros de la empresa.

Riesgo sindical. La empresa está expuesta al riesgo sindical, tal como se evidenció en las manifestaciones y cese de actividades en Chile el pasado agosto de 2013. No obstante, las dificultades en Chile fueron completamente subsanadas, y con los sindicatos existentes, cinco en México, hay buenas relaciones y acercamientos lo que reduce el riesgo sindical.

Riesgo legal o de regulación. Teniendo en cuenta que la empresa cuenta con operación en 5 países, es necesario el conocimiento y la correcta aplicación de la normatividad en cada uno de ellos. Es importante resaltar, que el mayor riesgo durante el año 2014, se genera en México, dadas las reformas actuales a nivel tributario, fiscal, educativo, de

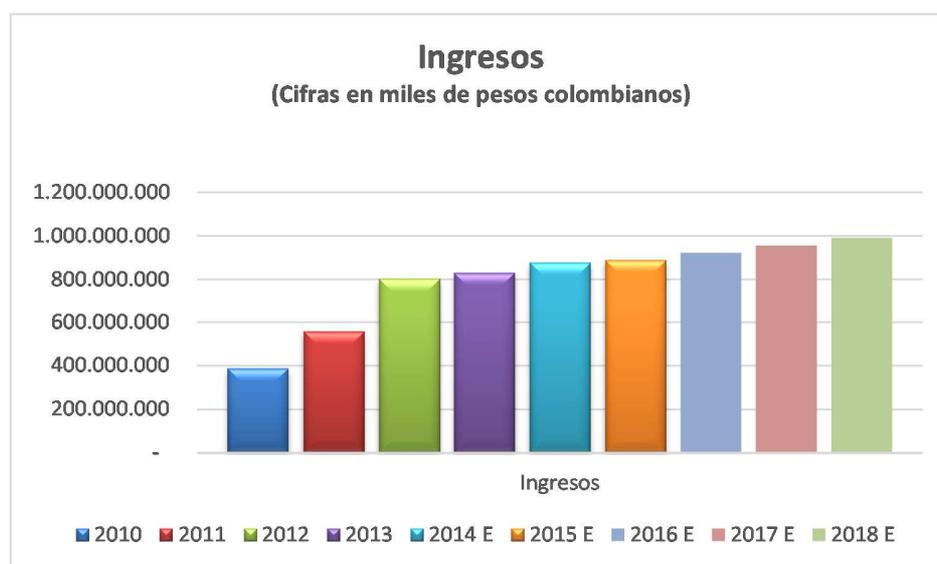
telecomunicaciones y energético, lo cual podría verse reflejado en incremento en los impuestos y en el aumento o disminución del consumo privado que afectaría directamente los ingresos esperados por la empresa.

DESEMPEÑO FINANCIERO Y PROYECCIONES

Supuestos de operación

Ingresos. Debido a que durante el periodo comprendido entre 2008 y 2013, Carvajal Empaques sufrió importantes modificaciones en su estructura productiva, tanto como en la venta y adquisición de nuevas filiales, el comportamiento histórico de los ingresos fue muy volátil. Por tal razón, la proyección de ingresos se estimó a partir de las expectativas de crecimiento de Carvajal Empaques S.A para 2014 y en adelante las estimaciones del crecimiento del producto interno bruto (PIB) en cada país donde se tiene operaciones. Adicionalmente, se tuvo cuenta la participación de cada filial en los ingresos.

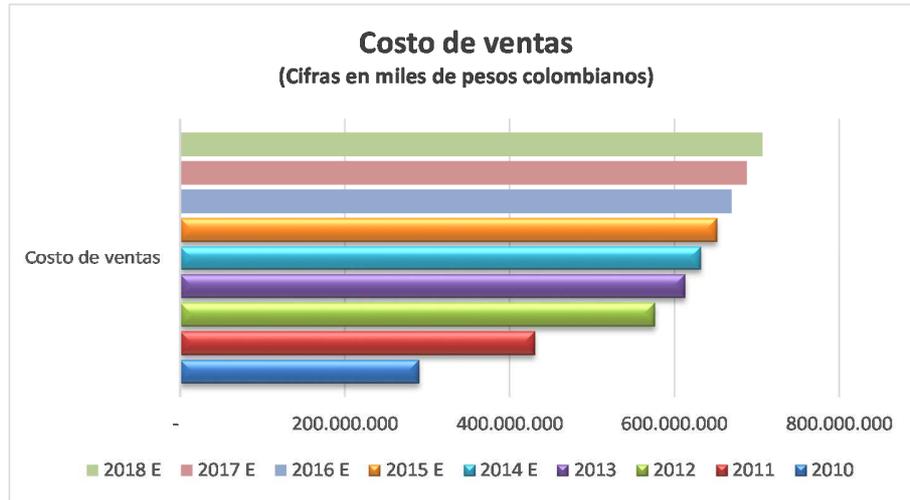
Gráfico 9. Ingresos operacionales proyectados



Fuente. Equipo de valoración

Costo de ventas. Así como los ingresos, el comportamiento del costo de ventas también se vio afectado por los cambios en la estructura productiva. De acuerdo con información suministrada por la empresa, se encuentran desarrollando productos más eficientes y livianos, con el fin de que los costos no sean tan volátiles. Por lo anterior, se tomó como referencia el comportamiento esperado de la inflación en cada país donde la empresa cuenta con operaciones, de acuerdo al informe de expectativas de crecimiento del Fondo Monetario Internacional.

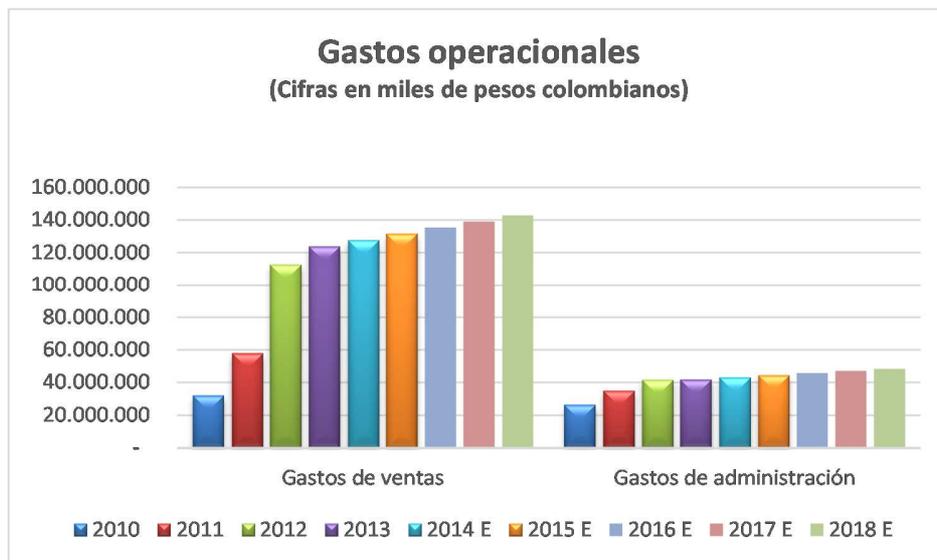
Gráfico 10. Costo de ventas proyectado



Fuente. Equipo de valoración

Gastos de ventas y administración. Los gastos de administración y de ventas presentaron crecimientos importantes en 2011 y 2012 debido a la ampliación de la estructura productiva. Teniendo en cuenta la participación de cada país donde la empresa cuenta con operaciones, se realizó la proyección teniendo en cuenta el IPC esperado para cada uno y el porcentaje de participación en los gastos de ventas (75%) y administración (25%).

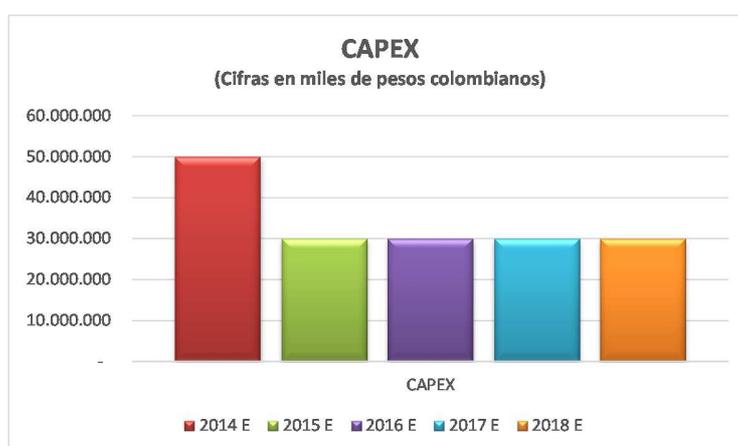
Gráfico 11. Gastos operacionales proyectados



Fuente. Equipo de valoración

CAPEX. De acuerdo con la entrega de resultados del primer trimestre de Carvajal Empaques S.A., durante el 2014 la empresa estima que este se ubique alrededor de 50.000 millones de pesos, los cuales se destinarán para la adecuación de la planta de Tocancipá en Colombia, la terminación de la planta en Perú y el sostenimiento y mantenimiento en las demás plantas productivas. Adicionalmente, establece que para el 2015 y los años posteriores, la inversión se reducirá a 30.000 millones de pesos, debido a que una parte del CAPEX se destinará para la terminación de las plantas y bodegas en Perú y lo demás será para sostenimiento y mantenimiento de todas las plantas de operación.

Gráfico 12. CAPEX proyectado



Fuente. Equipo de valoración

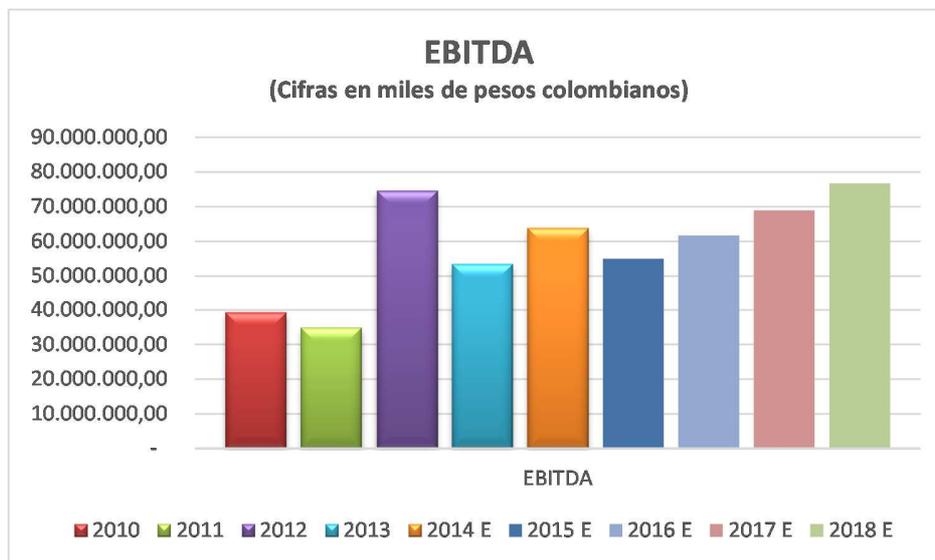
Capital de trabajo. Se realizó teniendo en cuenta los indicadores de actividad tales como rotación de inventarios, rotación de proveedores y rotación de cartera.

Estructura de capital. Teniendo en cuenta que durante el 2013, la estructura de capital fue de 63%-37%, para los periodos de proyección se mantuvieron participaciones similares. En cuanto al costo financiero, este fue tomado como la tasa promedio de colocación estimada para cada uno de los países donde Carvajal Empaques S.A. tiene operación.

Tasa de impuestos. Teniendo en cuenta que la centralización de la información financiera de Carvajal Empaques S.A., se realiza en Colombia, se tomó como referencia una tasa de impuestos del 34%.

Margen Ebitda. En el gráfico 13, se presenta el Ebitda esperado de acuerdo a la proyección realizada.

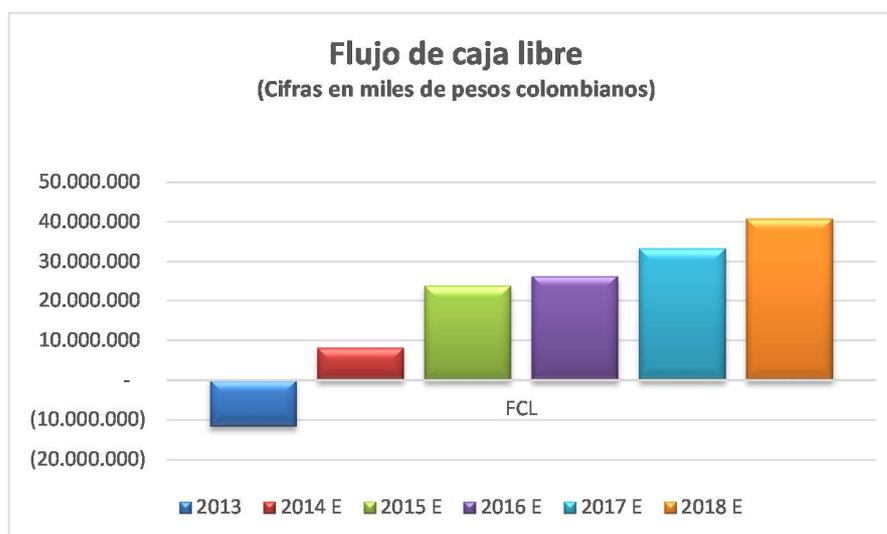
Gráfico 14. EBITDA esperado



Fuente. Equipo de valoración

Flujo de Caja Libre. De acuerdo con la proyección realizada, el flujo de caja libre de la empresa para 2014 será positivo y para los años posteriores tendrá un crecimiento sostenido entre el 11% y 27%. Lo anterior se deriva del plan de mejoramiento de productividad que se está implementando en la empresa con lo cual se logrará una mayor eficiencia y la fabricación de productos innovadores de acuerdo a las necesidades de los clientes, la reducción en inversiones de capital a partir de 2015.

Gráfico 15. Flujo de caja libre



Fuente. Equipo de valoración

BIBLIOGRAFÍA

- Aktiva Servicios Financieros. (2013). *El Blog de Aktiva*. Recuperado el 30 de enero de 2014, de <http://aktiva.com.co/blog/Estudios%20sectoriales/2013/plastico%20y%20caucho.pdf>
- Bloomberg. (06 de junio de 2014). *Bloomberg*. Obtenido de <http://www.bloomberg.com/quote/>
- Bloomberg. (06 de junio de 2014). Plataforma: Bloomberg.
- Carvajal Empaques S.A. (2013). *Informe anual*.
- Carvajal Empaques S.A. (2012). *Informe Anual 2012. Carvajal Empaques S.A.*
- Carvajal Empaques S.A. (2012). *Presentación Corporativa Carvajal Empaques*.
- Carvajal Empaques S.A. (s.f.). *Carvajal Empaques S.A.* Recuperado el 25 de enero de 2014, de http://www.carvajalempaques.com/wp-content/uploads/2013/08/Principales_accionistas_PFCARPAK_2013.pdf
- Carvajal Empaques S.A. (s.f.). *Carvajal Empaques S.A.* Recuperado el 8 de octubre de 2013, de http://www.carvajalempaques.com/nuestra_empresa/organigrama/
- Departamento Administrativo Nacional de Estadística - DANE. (2014). Recuperado el 14 de abril de 2014, de www.dane.gov.co
- EIKON. (17 de mayo de 2014). Plataforma financiera EIKON. Bogotá.
- Factor Dinero. (13 de enero de 2012). *Informe sectorial empaques y envases*. Recuperado el 19 de enero de 2014, de <http://www.factor dinero.com/de-interes/181-informe-sectorial-envases-y-empaques.html>
- Fondo Monetario Internacional. (3 de abril de 2014). *Fondo Monetario Internacional*. Recuperado el 17 de mayo de 2014, de http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata/weorept.aspx?sy=2012&ey=2019&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&pr1.x=73&pr1.y=10&c=253%2C258&s=NGDP_RPCH&grp=0&a=
- La República. (11 de mayo de 2014). Las 1.000 empresas por sectores. *La República*, pág. 17.

Indicadores Financieros 2008 – 2013

Indicadores de Liquidez	2009	2010	2011	2012	2013
Razón corriente	1,54	1,20	0,68	1,60	1,37
Capital neto de trabajo (CNT)	46.034.786	25.111.627	(144.782.987)	124.577.464	88.810.581
Prueba ácida o liquidez seca	0,82	1,11	0,74	0,41	1,04
Indicadores de actividad	2009	2010	2011	2012	2013
Inventario promedio	45.199.159	47.142.169	89.609.351	118.994.833	119.135.933
Rotación de inventarios (veces)	5,35	6,15	4,81	4,84	5,15
Rotación de inventarios (días)	68,24	59,32	75,96	75,38	70,94
Rotación de cartera	1,00	0,81	0,64	0,96	0,99
Periodo promedio de cobro	76,53	77,97	104,99	93,49	66,25
Ciclo de efectivo	133	121	152	147	120
Rotación de activos operacionales	3,27	2,68	2,75	3,51	3,24
Rotación de activos totales	0,54	0,61	0,62	0,49	0,72
Rotación de proveedores	11,61	16,46	29,00	22,28	16,71
Indicadores de rentabilidad	2009	2010	2011	2012	2013
Margen bruto de utilidad	28,04%	25,19%	22,85%	28,31%	26,21%
Margen operacional de utilidad	12,20%	10,06%	6,17%	9,11%	6,25%
Margen neto de utilidad	4,99%	2,50%	-0,54%	5,49%	-0,57%
Rendimiento del patrimonio	11%	6,2%	-2,2%	12,5%	-1,3%
Rendimiento del activo total	3,01%	1,54%	-0,25%	3,65%	-0,35%
EBITDA	27.596.839	42.928.720	41.006.933	36.891.562	75.213.836
Indicadores de endeudamiento	2009	2010	2011	2012	2013
Nivel de endeudamiento	52,06%	54,85%	82,31%	57,94%	61,67%
Endeudamiento financiero	9,52%	8,48%	43,20%	5,02%	8,72%



Impacto de la carga financiera	4,09%	3,03%	3,32%	2,96%	2,74%
Cobertura de intereses	2,98	3,32	1,86	3,08	2,28
Concentración del endeudamiento en el corto plazo	42%	51%	64%	42%	41%
Indicadores de leverage o apalancamiento	1,38	1,55	5,03	1,41	1,67
Deuda/Ebitda	2,89	2,51	9,20	3,88	5,03

Balance general 2008 – 2018

Expresado en miles de pesos colombianos

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ACTIVO						
Activo Corriente						
Disponible	10.912.498	20.860.376	12.556.193	19.324.167	21.897.815	22.004.311
Inversiones temporales	1.180.389	3.996.110	3.039.549	318.290	180.619	2.219.198
Deudores	63.898.836	57.757.211	68.495.532	138.573.182	152.955.946	151.898.488
Inventarios	53.675.144	36.723.174	57.561.163	121.657.539	116.332.127	121.939.738
Gastos pagados por anticipado	384.995	1.575.442	998.970	1.669.496	1.081.325	1.428.757
Anticipo de impuestos y contribuciones o saldos a favor	18.613.953	9.816.039	7.121.683	22.778.945	39.582.265	30.212.837
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	148.665.815	130.728.352	149.773.090	304.321.619	332.030.097	329.703.329
Activo No Corriente						
Inversiones Permanentes	54.323	53.739	51.762	61.768	52.172	51.872
Deudores	4.627.477	4.308.808	15.002.677	3.571.049	3.517.434	7.892.209
Propiedad, planta y equipo	131.463.035	130.226.963	141.673.791	208.470.987	235.485.536	291.777.616
Valorización de propiedad, planta y equipo	76.957.584	64.820.087	73.252.825	168.491.677	151.565.278	162.432.527
Intangibles, Neto	54.449.667	52.958.900	60.475.663	150.148.430	131.280.393	146.490.757
Diferidos, Neto	3.963.409	3.102.745	2.272.598	2.436.379	1.525.196	8.611.860
Impuestos Diferidos	13.700	23.584	7.493	8.598.867	6.941.498	4.985.765
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	271.529.195	255.494.826	292.736.809	541.779.157	530.367.507	622.242.606
TOTAL ACTIVO	420.195.010	386.223.178	442.509.899	846.100.776	862.397.604	951.945.935
Cuentas de Orden	60.544.553	60.978.505	774.534.531	740.433.729	704.215.582	821.192.323

	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
ACTIVO					
Activo Corriente					
Disponible	27.243.894	33.731.107	41.763.030	51.707.485	64.019.875
Inversiones temporales	2.219.198	2.219.198	2.219.198	2.219.198	2.219.198
Deudores	161.012.397	163.182.614	169.173.652	175.411.288	181.906.609
Inventarios	122.084.329	122.229.092	122.374.027	122.519.133	122.664.412
Gastos pagados por anticipado	1.428.757	1.428.757	1.428.757	1.428.757	1.428.757
Anticipo de impuestos y contribuciones o saldos a favor	30.212.837	30.212.837	30.212.837	30.212.837	30.212.837
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	344.201.413	353.003.606	367.171.502	383.498.698	402.451.688
Activo No Corriente					
Inversiones Permanentes	51.872	51.872	51.872	51.872	51.872
Deudores	8.365.742	8.478.500	8.789.777	9.113.867	9.451.345
Propiedad, planta y equipo	301.777.616	311.777.616	321.777.616	321.777.616	321.777.616
Valorización de propiedad, planta y equipo	167.999.525	173.566.522	179.133.520	179.133.520	179.133.520
Intangibles, Neto	146.490.757	146.490.757	146.490.757	146.490.757	146.490.757
Diferidos, Neto	15.259.816	27.039.685	47.913.066	84.899.728	150.438.376
Impuestos Diferidos	4.985.765	4.985.765	4.985.765	4.985.765	4.985.765
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	644.931.092	672.390.717	709.142.373	746.453.125	812.329.250
TOTAL ACTIVO	989.132.505	1.025.394.323	1.076.313.874	1.129.951.823	1.214.780.939
Cuentas de Orden	821.192.323	821.192.323	821.192.323	821.192.323	821.192.323

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
PASIVO						
Pasivo Corriente						
Obligaciones financieras	52.234.216	31.978.972	32.874.510	241.112.810	40.348.267	72.447.491
Proveedores	49.145.044	37.137.109	59.412.045	140.755.104	121.101.496	119.801.930
Cuentas por pagar	9.573.296	5.810.889	20.353.719	48.067.325	22.288.440	33.830.997
Impuestos, gravámenes y tasas	845.999	3.072.147	2.655.567	5.605.954	11.842.548	5.134.510
Obligaciones laborales	3.699.232	3.145.110	6.757.482	10.281.876	7.942.738	7.332.814
Pasivos estimados y provisiones	-	-	-	-	1.508.435	32.121
Otros pasivos	-	3.549.339	2.608.140	3.281.537	2.420.709	2.312.885
TOTAL PASIVO CORRIENTE	115.497.787	84.693.566	124.661.463	449.104.606	207.452.633	240.892.748
Pasivo No Corriente						
Obligaciones financieras	103.170.545	91.895.852	70.251.443	98.419.306	251.413.392	305.947.489
Cuentas por pagar	2.791.746	3.672.907	34.112.982	126.583.984	20.003.513	19.538.977
Obligaciones laborales	-	-	-	4.532.448	4.780.095	2.287.173
Pensiones de jubilación	5.411.007	5.402.168	5.452.403	5.610.759	5.452.547	5.145.906
Impuesto diferido	6.827.988	7.379.672	8.253.887	12.206.511	10.579.105	13.261.552
Pasivos estimados y provisiones	2.440.515	8.005.989	-	-	-	-
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	120.641.801	116.356.588	118.070.715	247.353.008	292.228.652	346.181.097
TOTAL PASIVO	236.139.588	201.050.154	242.732.178	696.457.614	499.681.285	587.073.845
Interés minoritario	38.011.955	39.039.753	42.873.432	11.227.302	8.624.441	12.701.855

	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
PASIVO					
Pasivo Corriente					
Obligaciones financieras	72.447.491	72.447.491	72.447.491	72.447.491	72.447.491
Proveedores	50.226.759	51.770.728	53.202.620	54.667.570	56.173.759
Cuentas por pagar	37.893.120	39.057.954	40.138.232	41.243.450	42.379.781
Impuestos, gravámenes y tasas	5.134.510	5.134.510	5.134.510	5.134.510	5.134.510
Obligaciones laborales	7.332.814	7.332.814	7.332.814	7.332.814	7.332.814
Pasivos estimados y provisiones	32.121	32.121	32.121	32.121	32.121
Otros pasivos	2.312.885	2.312.885	2.312.885	2.312.885	2.312.885
TOTAL PASIVO CORRIENTE	175.379.700	178.088.503	180.600.673	183.170.840	185.813.361
Pasivo No Corriente					
Obligaciones financieras	305.947.489	305.947.489	305.947.489	305.947.489	305.947.489
Cuentas por pagar	62.377.726	64.295.216	66.073.514	67.892.867	69.763.438
Obligaciones laborales	2.287.173	2.287.173	2.287.173	2.287.173	2.287.173
Pensiones de jubilación	5.145.906	5.145.906	5.145.906	5.145.906	5.145.906
Impuesto diferido	13.261.552	13.261.552	13.261.552	13.261.552	13.261.552
Pasivos estimados y provisiones	-	-	-	-	-
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	389.019.846	390.937.336	392.715.634	394.534.987	396.405.558
TOTAL PASIVO	564.399.546	569.025.838	573.316.307	577.705.828	582.218.919
Interés minoritario	12.701.855	12.701.855	12.701.855	12.701.855	12.701.855

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
PATRIMONIO						
Capital autorizado						
Suscrito, pagado y en circulación	2.660.086	2.660.086	2.660.086	2.854.816	4.332.191	4.332.191
Superávit de capital	-	-				
Prima en colocación de acciones	5.656.609	5.656.550	5.656.550	34.671.302	228.946.077	228.946.077
Superávit por valorizaciones	74.246.714	62.284.213	71.059.609	53.278.016	38.903.897	42.579.312
Reservas	9.754.867	8.744.235	14.387.198	9.228.748	9.228.748	9.568.582
Resultados del ejercicio	1.622.122	16.768.749	9.688.344	(3.002.890)	44.158.199	(4.702.317)
Resultados de ejercicios anteriores	16.030.997	14.582.010	18.649.718	7.118.436	(5.209.314)	38.249.662
Revalorización del patrimonio	36.072.072	35.437.428	34.802.784	34.267.432	33.732.080	33.196.728
TOTAL PATRIMONIO	146.043.467	146.133.271	156.904.289	138.415.860	354.091.878	352.170.235
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	420.195.010	386.223.178	442.509.899	846.100.776	862.397.604	951.945.935
Cuentas de orden	60.544.553	60.978.505	774.534.531	740.433.729	704.215.582	821.192.323

	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
PATRIMONIO					
Capital autorizado					
Suscrito, pagado y en circulación	4.332.191	4.332.191	4.332.191	4.332.191	4.332.191
Superávit de capital					
Prima en colocación de acciones	228.946.077	228.946.077	228.946.077	228.946.077	228.946.077
Superávit por valorizaciones	57.058.627	57.058.627	57.058.627	57.058.627	57.058.627
Reservas	10.152.063	10.152.063	10.152.063	10.152.063	10.152.063
Resultados del ejercicio	37.856.525	28.826.228	35.272.509	42.257.274	49.734.060
Resultados de ejercicios anteriores	(4.702.317)	37.856.525	28.826.228	35.272.509	42.257.274
Revalorización del patrimonio	78.387.939	76.494.919	125.708.017	161.525.400	227.379.873
TOTAL PATRIMONIO	412.031.104	443.666.629	490.295.712	539.544.140	619.860.165
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	989.132.505	1.025.394.323	1.076.313.874	1.129.951.823	1.214.780.939
Cuentas de orden	821.192.323	821.192.323	821.192.323	821.192.323	821.192.323

Estado de Resultados 2008 – 2018
Expresado en miles de pesos colombianos

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ingresos operacionales	307.328.311	335.976.056	387.748.352	558.094.182	803.768.712	830.707.875
Ventas de bienes y prestación de servicios	311.440.372	340.710.922	392.222.622	582.941.237	871.210.952	898.115.796
Devoluciones y descuentos	(4.112.061)	(4.734.866)	(4.474.270)	(24.847.055)	(67.442.240)	(67.407.921)
Costo de ventas	234.417.556	241.760.173	290.087.382	430.583.224	576.191.461	612.965.102
UTILIDAD BRUTA	72.910.755	94.215.883	97.660.970	127.510.958	227.577.251	217.742.773
Gastos Operacionales						
Ventas	27.352.751	30.183.198	32.173.030	57.959.643	112.637.704	123.896.357
Administración	21.059.083	23.028.155	26.485.153	35.128.404	41.696.541	41.915.014
UTILIDAD OPERACIONAL	24.498.921	41.004.530	39.002.787	34.422.911	73.243.006	51.931.402
No Operacionales						
Ingresos	19.024.694	12.495.439	4.977.907	10.466.137	34.142.576	5.469.616
Gastos	32.215.178	21.481.726	15.199.407	41.581.813	45.161.029	39.938.264
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS DE RENTA E INTERÉS MINORITARIO	11.308.437	32.018.243	28.781.287	3.307.235	62.224.553	17.462.754
Provisión para impuesto de renta						
Impuesto de renta diferido	636.095	592.568	743.907	(2.437.851)	2.031.937	5.563.612
Impuesto de renta	3.661.007	7.378.208	8.733.928	7.481.160	14.224.771	15.226.744
UTILIDAD ANTES DE INTERÉS MINORITARIO	7.011.335	24.047.467	19.303.452	(1.736.074)	45.967.845	(3.327.602)
Interés minoritario	(5.389.213)	(7.278.718)	(9.615.108)	(1.266.816)	(1.809.646)	1.374.715
UTILIDAD NETA	1.622.122	16.768.749	9.688.344	(3.002.890)	44.158.199	(4.702.317)

	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Ingresos operacionales	878.699.194	889.706.475	922.370.893	956.379.816	991.793.696
Ventas de bienes y prestación de servicios	952.002.744	964.834.381	1.000.257.023	1.037.137.701	1.075.541.972
Devoluciones y descuentos	(73.303.550)	(75.127.906)	(77.886.130)	(80.757.885)	(83.748.276)
Costo de ventas	632.168.073	651.600.903	669.623.099	688.061.364	707.018.690
UTILIDAD BRUTA	246.531.122	238.105.572	252.747.794	268.318.452	284.775.006
Gastos Operacionales					
Ventas	127.777.782	131.705.668	135.348.427	139.075.285	142.907.059
Administración	43.228.128	44.556.959	45.789.330	47.050.153	48.346.469
UTILIDAD OPERACIONAL	75.525.212	61.842.945	71.610.036	82.193.014	93.521.478
No Operacionales					
Ingresos	14.429.395	14.429.395	14.429.395	14.429.395	14.429.395
Gastos	32.596.236	32.596.236	32.596.236	32.596.236	32.596.236
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS DE RENTA E INTERÉS MINORITARIO	57.358.371	43.676.103	53.443.195	64.026.172	75.354.636
Provisión para impuesto de renta					
Impuesto de renta diferido					
Impuesto de renta	19.501.846	14.849.875	18.170.686	21.768.899	25.620.576
UTILIDAD ANTES DE INTERÉS MINORITARIO	37.856.525	28.826.228	35.272.509	42.257.274	49.734.060
Interés minoritario	-	-	-	-	-
UTILIDAD NETA	37.856.525	28.826.228	35.272.509	42.257.274	49.734.060

Flujo de Caja 2009 – 2018

Expresado en miles de pesos colombianos

	2009	2010	2011	2012	2013
Utilidad operativa	41.004.530	39.002.787	34.422.911	73.243.006	51.931.402
(-) Impuestos (34%)	13.531.495	12.870.920	11.359.561	24.170.192	17.137.363
Utilidad operativa después de impuestos (UODI)	27.473.035	26.131.867	23.063.350	49.072.814	34.794.039
(+) Depreciaciones	284.713	254.041	438.378	1.425.437	1.607.809
(+) Amortizaciones	2.672.474	1.723.551	3.585.812	4.427.580	5.699.248
Flujo de Caja Bruto (FCB)	30.430.222	28.109.459	27.087.540	54.925.831	42.101.096
(-) Delta KTNO	(19.649.857)	27.727.349	95.028.792	34.782.622	(2.617.629)
Efectivo que genera la operación (EGO)	50.080.079	382.110	(67.941.252)	20.143.209	44.718.725
(-) Reposición de activos fijos (RAFI)	(1.236.072)	11.446.828	66.797.196	27.014.549	56.292.080
(-) Inversiones estratégicas	-	-	-	-	-
Flujo de Caja Libre	51.316.151	(11.064.718)	(134.738.448)	(6.871.340)	(11.573.355)
(-) Intereses de obligaciones financieras	13.739.840	11.765.531	18.518.248	23.800.702	22.750.124
(+) Resultado no operacional neto	(8.986.287)	(10.221.500)	(31.115.676)	(11.018.453)	(34.468.648)
Flujo de Caja del Accionista	28.590.024	(33.051.749)	(184.372.372)	(41.690.495)	(68.792.127)

	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Utilidad operativa	75.525.212	61.842.945	71.610.036	82.193.014	93.521.478
(-) Impuestos (34%)	19.501.846	14.849.875	18.170.686	21.768.899	25.620.576
Utilidad operativa después de impuestos (UODI)	56.023.366	46.993.070	53.439.350	60.424.115	67.900.901
(+) Depreciaciones	1.658.178	1.709.151	1.756.423	1.804.787	1.854.512
(+) Amortizaciones	6.203.717	6.281.430	6.512.044	6.752.151	7.002.177
Flujo de Caja Bruto (FCB)	63.885.262	54.983.650	61.707.818	68.981.053	76.757.590
(-) Delta KTNO	5.669.910	1.262.905	5.366.972	5.601.614	5.841.747
Efectivo que genera la operación (EGO)	58.215.352	53.720.746	56.340.846	63.379.439	70.915.843
(-) Reposición de activos fijos (RAFI)	10.000.000	10.000.000	10.000.000	-	-
(-) Inversiones estratégicas	40.000.000	20.000.000	20.000.000	30.000.000	30.000.000
Flujo de Caja Libre	8.215.352	23.720.746	26.340.846	33.379.439	40.915.843
(-) Intereses de obligaciones financieras	22.750.124	22.750.124	22.750.124	22.750.124	22.750.124
(+) Resultado no operacional neto	(18.166.841)	(18.166.841)	(18.166.841)	(18.166.841)	(18.166.841)
Flujo de Caja del Accionista	(32.701.614)	(17.196.220)	(14.576.119)	(7.537.526)	(1.122)

Valoración patrimonial – Precio de la acción

	2014	2015	2016	2017	2018
FCL Operacional	8.215.351,55	23.720.745,56	26.340.846,10	33.379.439,04	40.915.843,46
Crecimiento del FCL		188,74%	11,05%	26,72%	22,58%
Crecimiento ponderado FCL	24,63%				
Wacc para cada periodo	6,70%	7,46%	7,92%	8,37%	8,74%
Wacc ponderado	7,56%				
Tasa de crecimiento	0,00%				
VPN del FCL @ WACC Ponderado	74.245.597				
Valor Terminal (WACC Ponderado)	468.146.310				
VPN del Valor Terminal @ WACC Ponderado	349.750.403				
Valor de la Operación @ WACC Ponderado	423.996.000				
Pasivos financieros (2018)	(378.394.980)				
Valor de la Empresa @ WACC Ponderado	45.601.020				

Precio de la acción

Valores en miles
de COP \$

Valor de la operación	423.996.000
(+) Disponible e inversiones temporales	66.239.073
(+) Inversiones permanentes	51.872
Valor total de la empresa	490.286.945
(-) Valor del deuda	378.394.980
Valoración por FCLD	111.891.965
Acciones en circulación	36.934.368
Precio de la acción en pesos colombianos a diciembre 31 de 2014	\$ 3.030

DISCLAIMER

Los Reportes Burkenroad de la Universidad EAFIT son análisis financieros de empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia. Los informes son elaborados por alumnos de posgrado de la Escuela de Administración, bajo la supervisión de profesores del Área de Finanzas, Economía, y Contabilidad de la Escuela.

El Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), el Instituto de Estudios Superiores de Administración de Venezuela (IESA), y la Universidad de los Andes de Colombia, el Instituto Colombiano de Estudios Superiores Incolta de Colombia (ICESI), la Escuela de Postgrado de Administración de Empresas de Ecuador (ESPAE), la Universidad Francisco Marroquín de Guatemala, junto con la Universidad de Tulane, realizan también el Proyecto Burkenroad en Latinoamérica.

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

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 proporcionando información financiera a inversionistas e instituciones del sector.

Los reportes preparados en el marco de este programa evalúan las condiciones financieras y las oportunidades de inversión en empresas. Los reportes financieros de empresas que listan en la Bolsa de Valores son distribuidos a inversionistas nacionales y extranjeros a través de su publicación en nuestra página web y en la red Burkenroad Latinoamérica. También son distribuidos sólo a empresas beneficiarias para su uso en futuras presentaciones privadas a instituciones financieras o inversionistas potenciales. Los planes de inversión y la situación financiera de las empresas analizadas son presentados a la comunidad académica y a la financiera interesada en un Encuentro Semestral.

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

<http://www.eafit.edu.co/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
Tel (57) (4) 2619500 Ext. 9585