

Nombre de la Compañía

Acerías Paz del Río S.A.

Fecha de valoración: 31 de diciembre de 2017

Recomendación: Vender**Precio de la acción y valor del IGBC**

El precio estimado por la valoración para la acción de Acerías Paz del Río a 31 de diciembre de 2017 es -\$10,85 por acción, lo que significa que la compañía no genera valor por flujo de caja descontado. La valoración se basa en la evolución de los márgenes. Sin embargo, el alto endeudamiento y la fuerte inversión en CAPEX hacen que los flujos de caja no sean suficientes para la generación de valor para los inversionistas.

En caso de liquidación, la compañía tendría un valor cercano al contable, medido por el patrimonio. El valor intrínseco de la acción es \$24,99; para la realización de este valor contable los accionistas mayoritarios deben estar dispuestos a liquidar la compañía e incurrir en los costos de este proceso (descuentos para ventas de activos, indemnizaciones por terminaciones de contratos, costos de desmonte, etc.). Lo anterior hace que el valor final de la compañía por esta metodología sea inferior al valor contable.

Tabla de valoración con los datos financieros más destacados

Indicadores	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
ROA	-3,75%	-2,05%	-1,67%	-0,80%	-0,05%
ROE	-12,69%	-7,34%	-6,28%	-3,09%	-0,20%
ROIC	-4,38%	-0,59%	0,26%	2,06%	3,52%
Margen EBITDA	11,48%	11,83%	12,18%	12,52%	12,85%
WACC	12,60%	12,54%	12,52%	12,49%	12,46%
CAPEX (millones COP)	63.925	67.637	71.942	76.415	97.576
UODI (millones COP)	- 37.568	- 5.083	2.181	17.455	29.676

Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios*Capitalización bursátil: \$ 223.835.850.000**Acciones en circulación: 24.870.650.000**Volumen promedio diario DEL ÚLTIMO AÑO: 232.812**Bursatilidad: Baja**Participación índice: No**Cotiza en: Bolsa de Valores de Colombia - BVC**Beta: 3,72**Rango último año: \$5,00 y \$9,50**Localización: Nopsa - Boyacá, Colombia**Industria: Siderúrgica*

Descripción: Acerías Paz del Río es la única siderúrgica colombiana integrada, ya que utiliza como materia prima el mineral extraído de sus propias minas. Esta empresa hace parte del grupo Votorantim, de Brasil, y es uno de los principales productores de acero a nivel nacional.

*Productos y servicios: Barras y alambrones de acero**Sitio web de la compañía: <http://www.pazdelrio.com.co>***Analistas:**

Valentina Corrales Estrada

Camilo Arango Pasos

Directora de la Investigación de Inversión:

Sandra Constanza Gaitán Riaño

Asesor de Investigación:

Simón Restrepo Barth

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

Durante el periodo observado (2013 - 2017), la acción presenta una desvaloración importante. El comportamiento del precio de esta se caracteriza por amplios intervalos de tiempo en los cuales no varía, producto de la baja bursatilidad. El precio actual se ubica en \$9,00, lo cual representa un incremento del 7,14% en el último año y un aumento considerable con respecto al mínimo observado en 2017 de \$5,00.

Gráfica 1. Desempeño 5 años de la acción



Fuente: Bloomberg y Grupo Aval. Gráfica de los autores.

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

La recomendación de inversión es de venta, la compañía tiene un valor fundamental negativo por la metodología de valoración empleada (-\$10,85). La estimación del valor de la acción se efectuó con la metodología de flujos de caja libre para la firma descontados al WACC, sobre los estados financieros consolidados del grupo Acerías Paz del Río disponibles a 31 de diciembre de 2017.

La valoración se basa en la evolución de los márgenes, análisis del sector, plan de negocio, etc. Sin embargo, el alto endeudamiento y la fuerte inversión en CAPEX hacen que los flujos de caja operacionales no sean suficientes para la generación de valor para los inversionistas.

Además, la compañía no posee otros activos no operacionales, por lo cual el valor de la operación es igual al valor compañía.

TESIS DE INVERSIÓN

De acuerdo al valor estimado para la acción, esta se encuentra sobrevalorada por el mercado, ya que su valor objetivo por flujo de caja es negativo. Es posible que el precio de la acción en el mercado esté soportado por el valor contable, más que por la proyección de flujos de caja. Sin embargo, la liberación del valor contable dependerá de la voluntad del accionista mayoritario para liquidar la compañía y este proceso generaría unos costos importantes de liquidación (descuentos para ventas de activos, indemnizaciones por terminaciones de contratos, costos de desmonte, etc.).

La compañía es el segundo jugador dentro del sector siderúrgico local y cuenta con una capacidad de producción instalada de 450.000 toneladas/año. Además, tiene una ventaja importante al ser la única empresa que se encuentra integrada de manera vertical, ya que su principal materia prima es el mineral extraído de sus minas. Por el contrario, las demás empresas productoras de acero nacional tienen como materia prima la chatarra. Adicionalmente a su favorable posición en el mercado local, la empresa ha realizado un trabajo importante para mejorar sus indicadores de operación y rentabilidad. Sin embargo, esta situación no está asegurada en el futuro, pues podría estar llegando a sus niveles óptimos.

Aunque tiene unas condiciones relevantes dentro del sector y ha mejorado sus niveles de operación y rentabilidad, esto no le ha permitido alcanzar la generación de flujos de caja suficientes para atender su elevado nivel de endeudamiento y su intensidad en la demanda de capital para la operación vía CAPEX. Bajo las actuales condiciones macroeconómicas, sectoriales y propias de la empresa, es poco probable que se presente un aumento significativo en los flujos de caja tal que lleve a la compañía a generar valor por su operación.

VALORACIÓN

La valoración de Acerías Paz del Río se realizó con la metodología de flujo de caja libre para la empresa descontado a la tasa promedio ponderada del costo capital para cada año de la proyección (WACC). Se considera que esta metodología de valoración es adecuada para la empresa, dado que refleja la realidad financiera del negocio y la remuneración de sus fuentes de financiación (deuda financiera y participación accionistas). Además, es una metodología ampliamente aceptada en la academia y en la industria para valorar empresas listadas en bolsa de sectores diferentes al financiero.

El costo de capital (WACC) se estimó con base en el modelo CAPM para cada uno de los años de la proyección. El detalle de esta estimación se presenta a continuación:

Tabla1. Costo de Capital (WACC)

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Deuda financiera (millones COP)	583.279	580.877	577.975	574.492	570.372
Cap. bursátil (millones COP)	273.577	273.577	273.577	273.577	273.577
Capital invertido (millones COP)	856.856	854.454	851.552	848.070	843.949
D/E	2,13	2,12	2,11	2,10	2,08
Deuda financiera / Cap invertido	68%	68%	68%	68%	68%
Equity / Capital invertido	32%	32%	32%	32%	32%
Costo deuda bruto	6,41%	6,38%	6,35%	6,31%	6,26%
Tasa impuestos (nominal)	-34%	-33%	-33%	-33%	-33%
Costo neto deuda	6,41%	6,38%	6,35%	6,31%	6,26%
Tasa libre riesgo USA (Trsy 10y)	2,41%	2,41%	2,41%	2,41%	2,41%
Prima riesgo país (EMBI)	1,74%	1,74%	1,74%	1,74%	1,74%

Tasa libre riesgo Colombia - USD	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%
Beta no apalancado	1,53	1,53	1,53	1,53	1,53
Beta apalancado	4,79	4,78	4,76	4,74	4,72
Prima riesgo mercado	4,24%	4,24%	4,24%	4,24%	4,24%
Prima riesgo equity	20,32%	20,26%	20,19%	20,11%	20,01%
Prima riesgo empresa	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Costo <i>equity</i> (Ke) - USD	24,47%	24,41%	24,34%	24,26%	24,16%
Inflación Colombia	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Inflación USA	1,90%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Devaluación esperada COP/USD	1,08%	0,98%	0,98%	0,98%	0,98%
Costo <i>equity</i> (Ke) - COP	25,81%	25,63%	25,56%	25,48%	25,38%

WACC - COP	12,60%	12,54%	12,52%	12,49%	12,46%
-------------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------

Fuentes: Estados Financieros Acerías Paz del Río, Bloomberg, Damodaran, ambito.com, Banco de la República de Colombia, Reserva Federal de USA. Cálculos de los autores.

Las proyecciones se realizaron para los estados financieros consolidados a un horizonte temporal explícito de cinco años. La base histórica para la proyección partió de los estados financieros consolidados de los últimos tres años, los cuales fueron presentados bajo Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) aceptadas en Colombia. Los supuestos empleados para las proyecciones se basaron en los márgenes y relaciones observadas en las cifras históricas presentadas por la compañía.

Tabla 2. Proyecciones y valoración

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
UODI (millones COP)	- 37.568	- 5.083	2.181	17.455	29.676
Utilidad operacional (millones COP)	- 35.910	- 22.693	- 6.574	10.631	27.226
- Impuestos operativos (millones COP)	- 1.658	17.610	8.755	6.824	2.450
+ Depreciaciones (millones COP)	119.460	114.504	107.452	99.916	93.718
+ Amortizaciones (millones COP)	381	529	507	564	619
+ Provisiones (millones COP)	13.064	13.873	14.733	15.646	16.616
Cambios en KTNO (millones COP)	- 88.854	- 1.950	- 24.400	- 16.239	- 14.651
- CAPEX (millones COP)	- 63.925	- 67.637	- 71.942	- 76.415	- 97.576
FCL para la firma (millones COP)	- 57.443	54.237	28.532	40.927	28.401
Factor descuento WACC Acum	1,13	1,27	1,43	1,60	1,80
VP FCL 2018-2022 (millones COP)	- 51.014	42.798	20.009	25.515	15.744
Sumatoria VP FCL 2018-2022 (millones COP)	53.052				
VP (en 2022) del valor terminal (millones COP)					473.105
VP valor terminal (millones COP)	262.266				

Valor empresarial (millones COP)	315.318
Peso proyección explícita	17%
Peso valor terminal	83%

Deuda financiera (millones COP)	585.121
Activos no operacionales (millones COP)	-

Valor equity estimado (millones COP)	- 269.803
Acciones en circulación (millones acciones)	24.871
Valor por acción estimado (COP)	- 10,85

El valor por acción estimado de -\$10,85 puede ser interpretado como una destrucción de valor por parte de la firma, dentro del contexto de la metodología de valoración por flujo de caja libre para la firma.

Este resultado negativo atípico en el caso de Acería Paz del Río S.A. se debe a que la rentabilidad de su operación es muy baja con respecto a los costos de la misma, además la empresa presenta una fuerte demanda de caja para CAPEX y adicionalmente la compañía posee un alto endeudamiento que no alcanza a ser cubierto por los flujos de caja futuros del negocio.

Sin embargo, el precio en el mercado puede ser diferente al obtenido por esta valoración, debido a la presencia de otros factores que pueden tener en cuenta los inversionistas. Uno de ellos es el valor contable del patrimonio de la empresa, el cual para ser realizado, los accionistas mayoritarios deben estar dispuestos a liquidar la compañía e incurrir en los costos de este proceso (descuentos para ventas de activos, indemnizaciones por terminaciones de contratos, costos de desmonte, etc.).

De esta manera, si bien los activos operacionales empleados actualmente por la compañía no están generando la caja suficiente para que la actividad del negocio genere valor a los accionistas, se debe tener presente que dichos activos tienen un valor de liquidación contable que podría realizarse. Este factor, explica que, aunque la compañía no genere caja por su actividad, es posible que el mercado encuentre valor (por liquidación) en sus activos; y esto se refleje en el precio de las acciones de la empresa en la bolsa.

Al comparar los múltiplos de valoración implícitos con los de empresas siderúrgicas de América Latina, encontramos los siguientes resultados:

Tabla 3. Múltiplos comparables

Empresa	País	Cap bursátil (USD)	Margen EBITDA	ROE	ROA	EV / EBITDA	EV / Ingresos	PVL	RPG
Siderúrgica Perú	Perú	170.045.629	12,90%	9,39%	7,65%	1,89	0,24	0,43	4,10
Intasa	Chile	6.477.222	1,43%	-31,46%	-5,73%	30,80	0,43	0,90	NA
Siderar	Argentina	3.280.105.198	18,20%	18,50%	13,00%	10,65	1,69	1,95	11,93
Elecmetal	Chile	766.358.616	14,30%	18,57%	6,62%	5,97	1,28	1,34	6,57

Corp.Aceros Arequipa	Perú	305.388.879	12,80%	3,60%	2,20%	3,60	0,46	0,55	12,00
Grupo Simec	México	1.584.010.229	18,70%	4,81%	3,89%	4,39	0,76	0,88	15,93
CAP Acero	Chile	1.866.380.279	27,00%	6,74%	2,33%	7,00	2,05	0,95	14,32
<i>Promedio</i>			<i>15,05%</i>	<i>4,31%</i>	<i>4,28%</i>	<i>9,19</i>	<i>0,99</i>	<i>1,00</i>	<i>10,81</i>
Paz del Río	Colombia	104.571.748	11,2%	-0,29%	-0,09%	3,50	0,39	0,48	NA

Fuente: Estado Financieros Acerías Paz del Río y Bloomberg.

La comparación por múltiplos genera información interesante, sin embargo las empresas tomadas en el sector las hacen no comparables, ya que los resultados de los múltiplos son muy dispersos. La industria siderúrgica en América Latina no es homogénea en sus múltiplos, por lo cual una valoración implícita de Acerías Paz del Río con sus comparables no es precisa.

Análisis de sensibilidad

Teniendo en cuenta que la empresa Acerías Paz del Río es una empresa intensiva en capital, los *drivers* de mayor impacto en el valor estimado de la acción son el CAPEX y la UODI.

Tabla 4. Análisis de sensibilidad

Variable: WACC	Valor acción
10,50%	-5,88
11,50%	-8,87
12,46%	-10,85
13,50%	-12,42
14,50%	-13,56

Variable: g	Valor acción
4,00%	-13,61
5,00%	-12,48
6,09%	-10,85
7,00%	-8,98
8,00%	-6,06

Variable: Cambio KTNO	Valor acción
- 5.000	-7,05
-10.000	-9,02
- 14.651	-10,85
-20.000	-12,95
-25.000	-14,92

Variable: CAPEX	Valor acción
-77.000	-2,75
-87.000	-6,69
-97.576	-10,85
-107.000	-14,56
-117.000	-18,49

Variable: UODI	Valor acción
10.000	-18,59
20.000	-14,66
29.676	- 10,85
40.000	-6,79
50.000	-2,85

Analizando los resultados de las variables, se confirma que la compañía debería desarrollar grandes cambios, para que el precio estimado de la acción sea positivo. Con lo anterior se valida el resultado obtenido para el escenario base (la compañía no genera valor por flujo de caja), pues en ninguno de los escenarios analizados se llega a un precio positivo.

Ahora bien, haciendo el ejercicio de buscar un precio de la acción 0 o positivo por la metodología de flujo de caja descontado, se modelaron las variables individualmente dejando las demás constantes y los resultados no serían coherentes ni consistentes con la historia de la empresa.

- WACC de 9,32%: Este valor no estaría acorde con el riesgo de la inversión, por lo tanto, no es una variable referente.
- Un crecimiento a perpetuidad (g) del 9,23%: Tasa superior en un 6% del crecimiento histórico de la empresa, variable muy optimista y poco probable.
- Cambio KTNO de \$12.911: Significa que la empresa genera (no que demanda) caja por el crecimiento vía capital de trabajo neto operativo, lo cual no es sostenible.
- CAPEX de -\$70.014: Este valor significa que la empresa tiene un CAPEX menor que las depreciaciones, lo cual no es sostenible en el largo plazo.
- UODI \$57.239: Este variable supera en un 200% el valor inicialmente proyectado, lo cual no es viable.

Tabla 5. Variables para precio acción estimado cero (0)

Variable	Valor (con las demás variables constantes)
WACC	9,32%
g	9,23%
Cambio KTNO (millones COP)	12.911
CAPEX (millones COP)	-70.014
UODI (millones COP)	57.239

Fuente: Cálculos propios de los autores.

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

El mercado colombiano de acero se caracteriza por la presencia de cinco empresas siderúrgicas con operación local, aunque la mayoría pertenecen a grupos extranjeros. Estas empresas cuentan en total con ocho plantas ubicadas en varias zonas del país. La capacidad instalada de producción de la industria nacional se estima en 1,8 millones de toneladas anuales y sus principales productos son los aceros largos, tales como las barras, los alambrones y los perfiles; los cuales tienen como mayor uso la construcción. El principal insumo de las siderúrgicas es la chatarra, lo cual hace que sean en su mayoría empresas de tipo semi-integrada. A continuación, la tabla con la relación de los productores locales:

Tabla 6. Siderúrgicas colombianas

Empresa	Tipo	Materia Prima	Capacidad Instalada (Toneladas)	Propietario	Origen	Principales Productos
APDR	Integrada	Mineral hierro y chatarra	450.000	Votorantim	Brasil	Barras y alambrones
DIACO	Semiintegrada	Chatarra	760.000	Gerdau y Putney	Brasil	Barras, alambrones y perfiles
SICALDAS	Semiintegrada	Chatarra	140.000	Techint	Argentina	Barras y perfiles

SIDENAL	Semintegrada	Chatarra	250.000	Familia Reyna	Colombia	Barras, alambrones y perfiles
SIDOC	Semiintegrada	Chatarra	200.000	Familia Armitage	Colombia	Barras y perfiles
Total			1.800.000			

Fuente: Infoacero - Cámara Colombiana del Acero (Camacero)

La estructura del mercado nacional de acero por el lado de la oferta presenta pocos productores, lo cual podría indicar un fuerte poder de los ofertantes en la fijación de precios. Sin embargo, la oferta local es insuficiente para satisfacer la demanda y existe un porcentaje alto del consumo nacional de acero que se abastece con importaciones. Esta situación hace que el precio local sea fijado en el mercado de manera competitiva y esté alineado con los precios internacionales del metal.

La demanda local de acero, según estimaciones de la Cámara Colombiana del Acero – Camacero, asciende a una cifra de 3,7 millones de toneladas (en 2017) entre aceros largos y aceros planos. Los principales países de donde provienen las importaciones son China, Japón, México y Brasil. A continuación, la tabla con un detalle de las importaciones clasificadas por país de origen:

Tabla 7. Importaciones de acero por país de origen para 2014 y 2015

País (toneladas)	2014	2015
China	689.317	592.880
Japón	468.033	409.973
México	483.778	404.654
Brasil	350.443	313.954
Turquía	130.554	170.549
Corea del Sur	90.517	114.647
Rusia	94.050	93.931
Trinidad	73.319	66.036
España	99.354	62.824
Ucrania	87.640	48.942

Fuente: Cámara Colombiana del Acero - Camacero

Colombia, al igual que otros países de la región, ha impuesto medidas de protección a la industria siderúrgica nacional. Según un informe del Comité Colombiano de Productores del Acero de la ANDI, en América Latina hay 64 medidas *antidumping* vigentes, de las cuales 27 son en contra de China. Por su parte, Colombia aplica cuatro de estas medidas, las cuales se originan porque se han identificado importaciones de acero procedentes del país asiático que se hacen a un precio menor que el costo de producción en el origen. Estas medidas han sido importantes para proteger la industria nacional, pero las empresas locales continúan demandando una mayor protección por parte del Estado.

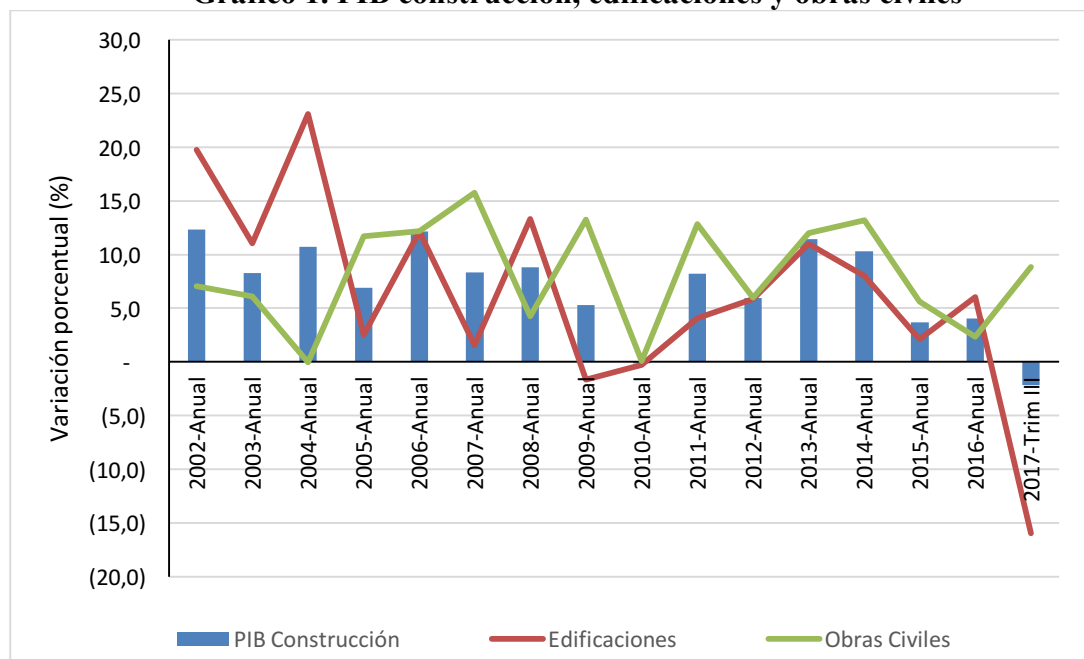
VARIABLES MACROECONÓMICAS QUE AFECTAN EL SECTOR SIDERÚRGICO COLOMBIANO

El principal uso del acero local es la construcción, por lo cual la evolución del PIB de la construcción es clave para el sector siderúrgico nacional. La actividad de la construcción ha presentado un desempeño positivo en los últimos 15 años, creciendo a

tasas promedio anuales superiores a las del PIB total. Sin embargo, en los años recientes, la dinámica de esta actividad ha sido menor.

El PIB de la construcción lo componen dos grupos de actividades: edificaciones (construcción de viviendas, oficinas, bodegas, etc.) y obras civiles (construcción de vías, puentes, aeropuertos, oleoductos, gaseoductos, etc.). El comportamiento histórico de estas variables se presenta a continuación:

Gráfico 1. PIB construcción, edificaciones y obras civiles



Fuente: DANE

Las edificaciones, presentan una caída al compararse con los niveles de 2013 y 2014. La reactivación de este rubro dependerá del ajuste en la oferta en el segmento No-VIS después de la corrección de precio presentada recientemente y de la efectividad de los programas del gobierno para estimular la demanda del segmento VIS (como los programas “Mi casa ya”). Por su parte, las obras civiles han presentado un repunte reciente, principalmente por las obras del sector minero (oleoductos y gaseoductos). La sostenibilidad y profundización de la recuperación dependerán del impulso de la ejecución de las obras de los proyectos 4G y otras obras públicas como el programa “Vías para la Prosperidad”.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

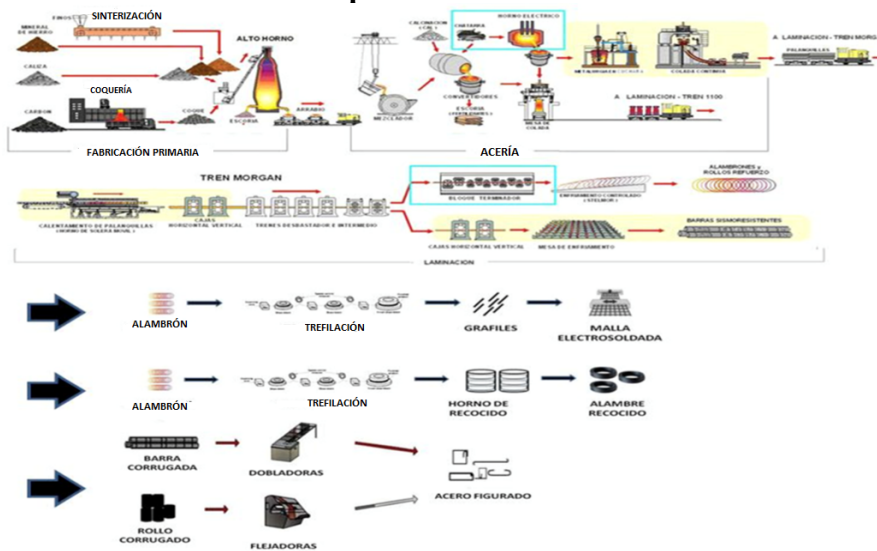
Historia, localización e infraestructura

Acerías Paz del Río es la segunda compañía del sector siderúrgico de Colombia y la única completamente integrada. La empresa es constituida en 1948 en el departamento de Boyacá bajo el nombre de “Empresa siderúrgica Nacional de Paz de Río”, en 1954 comienza la producción, y ese mismo año transforma su nombre a Acerías Paz del Río S.A.

El 16 de marzo de 2007, Votorantim Siderúrgica, empresa originaria de Brasil adquiere el 52,1% de las acciones de Acerías Paz del Río. Este movimiento se enmarca dentro del proceso de internacionalización de la compañía. Actualmente el Grupo Votorantim es dueño del 82,42%, junto con el Instituto Financiero de Boyacá (Infiboy) con 13,27% y otros accionistas minoritarios con el 4,31%.

Acerías Paz del Río actualmente produce el 30% del Acero de Colombia y presenta una estructura de grupo empresarial conformado por la sociedad subordinada Minería Paz del Río S.A. y la filial Inversiones Paz del Río Ltda. A continuación, se presenta el proceso productivo de la compañía.

Gráfico 2. Proceso productivo de Acerías Paz del Río



Fuente: Acerías Paz del Río

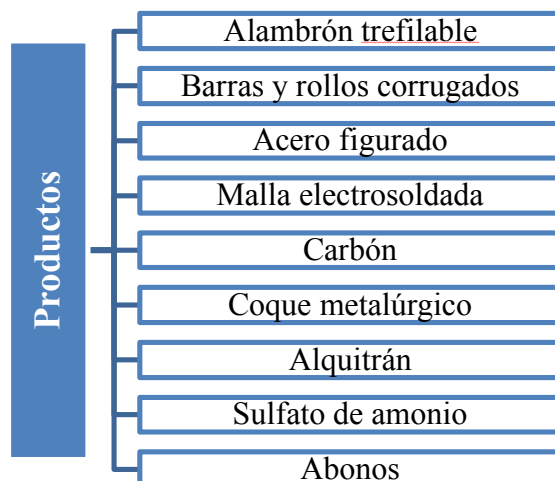
Análisis FODA: Fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas



Productos

Acerías Paz del Río es una empresa que explora, explota y transforma los minerales de hierro, caliza y carbón en productos de acero y los derivados del proceso siderúrgico. Por lo anterior, su portafolio de productos lo constituyen:

Gráfico 3. Productos Acerías Paz del Río



Fuente: Acerías Paz del Río.

Estrategia

La industria del acero en Colombia presenta un déficit del 120% de abastecimiento de la demanda y su consumo *per capita* es de 70 kg; lo cual es un consumo bajo comparado con otros países latinoamericanos como México y Brasil, donde se ubica en 130 kg y 150 kg respectivamente. Con este panorama, una empresa como Acerías Paz del Río concentra su estrategia empresarial en elevar los niveles de gestión, para crecer, posicionarse y consolidarse en el mercado nacional, además de un aumento de sus esfuerzos en la atención al cliente, el servicio, la productividad y la eficiencia en costos que permitan mejorar sus capacidades competitivas y la búsqueda constante de la modernización tecnológica para producir mucho más con los mismos recursos.

La empresa concentra sus estrategias de crecimiento hacia el camino de la exploración (filial Minas Paz del Río) de nuevas minas de hierro, que es su materia prima. De esta forma busca ampliar las reservas de dicho mineral para las proyecciones de producción futuras.

La estrategia comercial tiene como foco principal el mercado nacional, sin embargo, analiza la exportación de algunos productos hacia países como Brasil y Argentina, como resultado de la sinergia del negocio que permite el grupo Votorantim. Por su parte, la estrategia empresarial está encaminada a realizar fusiones, adquisiciones y alianzas con otras compañías del mercado nacional e internacional, que permitan generar valor a la empresa. Algunas de estas fusiones y alianzas podrían darse incluso con sus distribuidores.

Desarrollos recientes

Hasta el momento la empresa no ha publicado información que permita conocer si se encuentra desarrollando algún tipo de producto o servicio nuevo para el mercado. Su foco está concentrado en mejorar la eficiencia de la operación.

Análisis de los competidores

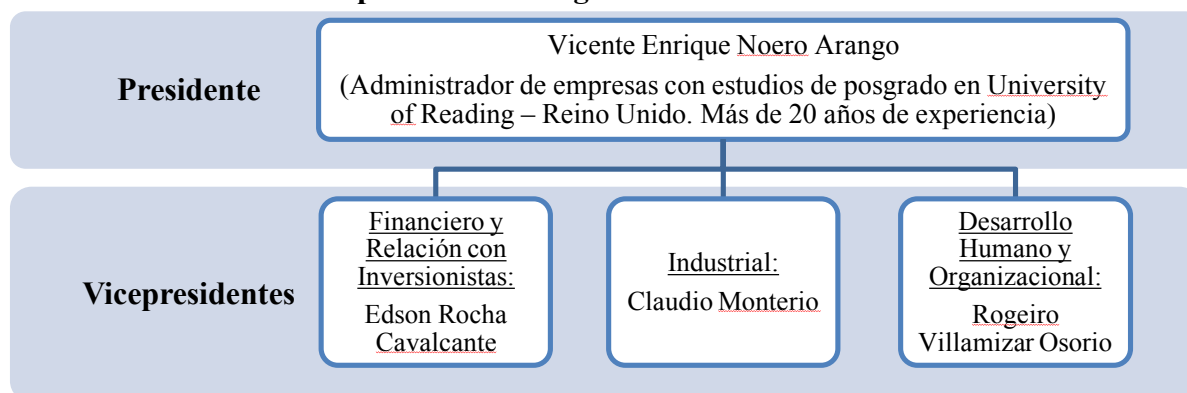
Como se mencionó en el análisis de la industria, la compañía tiene varios competidores en el país y compite con empresas extranjeras vía importaciones. Acerías Paz del Río es el segundo productor del mercado nacional con una capacidad instalada de 450.000 toneladas anuales, solo por detrás de Diaco, que tiene una capacidad de 760.000 toneladas anuales.

En cuanto a líneas de productos, Acerías Paz del Río compite directamente con las demás siderúrgicas nacionales (Diaco, Sicaldas, Sidenal y Sidoc), en la producción de aceros largos. Además, todas las empresas locales compiten con las importaciones, las cuales provienen principalmente de China, Japón, México y Brasil.

En el plano local, Acerías Paz del Río tiene como ventaja frente a sus competidores que es la única siderúrgica colombiana integrada, por lo cual no depende exclusivamente de la chatarra como materia prima de producción, sino que una parte importante de su insumo lo obtiene de la explotación de sus propias minas de hierro. En el plano internacional, la competencia es más compleja, pues se ha identificado que parte de las importaciones provenientes de China ingresa al mercado local a precios inferiores al costo de producción. Esta situación incluso ha llevado al Gobierno Nacional a establecer medidas *antidumping* para proteger la industria colombiana. Sin embargo, la industria local considera estas medidas como insuficientes.

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

Gráfico 4. Representantes Legales Acerías Paz del Río S.A.



Fuente: Acerías Paz del Río

Tabla 8. Miembros de Junta Directiva

Principal	Suplente
Carlos Henrique Stella Rotella	Marcelo Costa Passos
Adailson Ribeiro Pompeu	Mauro Mitsuru Nakamura
Antonio Ucrós Rodríguez	Jorge Augusto Doria
Gobernación de Boyacá (*)	Gobernación de Boyacá
Jorge Andrés Obregón Santodomingo (*)	Alvaro Andrés Motta Navas

(*): Miembros de junta no vinculados directamente con el accionista mayoritario.

Fuente: Acerías Paz del Río

Como se puede observar, Grupo Votorantim como accionista controlante tiene influencia en la administración y mayoría en la junta directiva. No obstante, es importante mencionar la presencia de los miembros de junta directiva no vinculados directamente con el accionista mayoritario, como una buena práctica de gobierno corporativo.

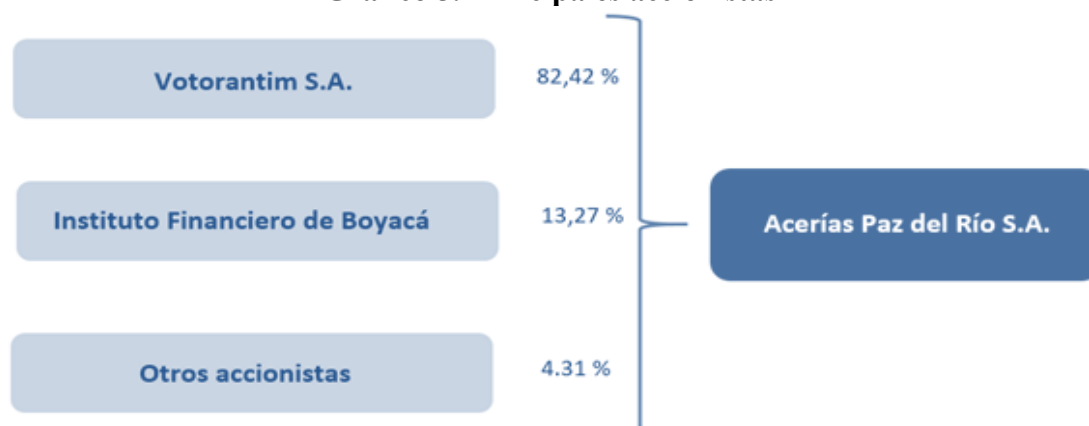
ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

La acción de Acerías Paz del Río es transada en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) con una liquidez muy baja, presenta un promedio diario de negociación en los últimos seis meses de \$209.813.826. La compañía cuenta con 24.820.647.495 acciones en circulación y una capitalización bursátil de \$223.835.850.000. No se encuentra incluida dentro de la canasta vigente del índice COLCAP.

En marzo de 2013, fue la última vez que se decretó el pago de dividendos a los accionistas. La política en esta materia no está determinada o no es pública. Además, los dividendos solamente se pueden decretar cuando hay lugar a utilidades netas positivas que generen utilidad a disposición de los accionistas; lo cual no ha sido el caso de la empresa en los últimos años.

Hasta el momento no se han presentado cambios en su composición accionaria.

Gráfico 5. Principales accionistas



Fuente: Acerías Paz del Río

RIESGOS DE INVERSIÓN

Riesgo de Mercado (producto y precio)

Los ingresos por ventas de Acerías Paz del Río se originan principalmente en el sector de la construcción (vivienda, infraestructura, comercio). Sin embargo, también produce para otros sectores como el industrial (trifilación de acero, metalmecánica) y el comercial (ferretero). Un hecho positivo: no existe dependencia alta por clientes. Todo lo anterior, permite a la compañía contar con una buena diversificación de los ingresos.

En cuanto al precio del acero (materia prima y producto para la venta), hay que tener presente que este se negocia en los mercados internacionales, una porción significativa del mercado colombiano es abastecido por las importaciones y en general el principal insumo de la industria siderúrgica colombiana es la chatarra. Dado lo anterior, los productores locales del metal son tomadores de precio en el lado de los costos y de las ventas. No obstante, Acerías Paz del Río por utilizar como principal insumo de producción el mineral que extrae de sus propias minas, está un poco menos expuesto al precio del hierro, desde el lado de los costos.

Riesgo de tipo de cambio

La alta oferta de acero importado hace que la industria siderúrgica local, incluyendo a Acerías Paz del Río, esté expuesta al riesgo de tipo de cambio: la revaluación del peso colombiano abarata el acero importado y pone presión a la baja sobre los precios de venta de los productores nacionales.

Riesgo de escasez de recursos naturales (Producto)

Acerías Paz del Río es autosuficiente en mineral de hierro y caliza siderúrgica, dos de las tres materias primas necesarias para la operación siderúrgica. Esto debido a su integración vertical con Minas Paz del Río. La empresa mantiene constantes inversiones en la exploración y explotación de nuevas minas de hierro y caliza, para garantizar un adecuado suministro de estos insumos. Por otro lado, el carbón es la otra materia prima para la operación siderúrgica. En este caso, la compañía depende en un 80% de otros proveedores. El mercado del carbón es altamente volátil (cantidad y precio), lo cual puede incidir en los costos de producción de la empresa y afectar su margen operacional.

Riesgo operativo

Teniendo presente la estrategia empresarial de eficiencia operacional, no implementar los programas adecuados de mantenimiento para las maquinarias de producción, no estructurar planes de logística de producción alternos e inadecuadas estrategias de continuidad del negocio puede exponer la compañía a movimientos adversos de las variables macroeconómicas locales.

Riesgo financiero

La empresa tiene un alto nivel de endeudamiento financiero, del cual \$480.581 millones, que representan el 81,9%, los debe a su casa matriz. El fuerte apalancamiento financiero

de la empresa es un factor crítico que hace que el flujo de caja proyectado sea insuficiente para generar valor a los accionistas.

Por otro lado, un posible cambio en materia tributaria que afecte la depuración fiscal de la base de impuestos de la empresa puede aumentar la demanda de caja para el pago de obligaciones. Esta situación es relevante en la compañía, dado que su pago actual y proyectado de impuestos se basa en la renta presuntiva, debido a las pérdidas fiscales que presenta.

Riesgo de procesos internos

La explotación de minas por parte de la filial Minerías Paz del Río para la extracción de las materias primas con la utilización de dinamita y los procesos de la planta siderúrgica de Acerías Paz del Río representan actividades de alto riesgo operativo que podrían conllevar accidentes de trabajo. Por tal motivo, la empresa implementó el Sistema de Gestión SSMA, que involucra dos programas: Programa ALERTA y Programa 5S.

Este tipo de riesgo compromete directamente la cuenta de los costos operacionales, los cuales son altamente sensibles para determinar el valor de la compañía.

Riesgo sindical o laboral

El Sindicato Nacional de Trabajadores Acerías Paz del Río de la industria siderúrgica, metalúrgica y minera, tiene buenas relaciones con los directivos de la empresa. Sin embargo, ha promovido ceses operacionales que afectan la programación de sus producciones, el cumplimiento a los clientes y la imagen de la empresa. Esta situación podría llegar a afectar el valor de esta.

Por otro lado, la compañía cuenta con una carga laboral importante, dado compromisos adquiridos en el pasado (prestaciones sociales, recursos pensionales, etc.) que han deteriorado la posición financiera de la empresa. Cambios futuros en la regulación laboral y de seguridad social podrían impactar negativamente la estructura de costos y gastos de Acerías Paz del Río y por ende su valor.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

A continuación, se presentan las variables históricas sobre las cuales se basan las proyecciones y sus supuestos para el periodo de proyección explícito. Las cifras monetarias están expresadas en millones de pesos colombianos (COP).

Macroeconómicos	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Crecimiento PIB	4,60%	3,10%	2,00%	2,80%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
IPC	3,66%	6,77%	5,75%	4,09%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Incremento salarial	4,50%	4,60%	7,00%	7,00%	5,90%	4,55%	4,55%	4,55%	4,55%

Ingresos operacionales	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Crecimiento ingresos operacionales netos (CAGR)	5,67%	7,17%	5,76%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%

Distribución ingresos operacionales									
Productos terminados	100,4%	100,1%	100,2%	100,21%	100,21%	100,21%	100,21%	100,21%	100,21%
Devoluciones en venta	-0,4%	-0,1%	-0,2%	-0,21%	-0,21%	-0,21%	-0,21%	-0,21%	-0,21%

Costos variables	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Costos variables	-422.789	-451.710	-452.374	-474.497	-503.908	-535.141	-568.311	-603.536	-640.945
% Contribución (Ingresos / Costos variables)	37,2%	41,6%	40,1%	40,9%	40,9%	40,9%	40,9%	40,9%	40,9%
Distribución costos variables									
Materia prima (variable)	63,3%	55,5%	49,7%	56,18%	56,18%	56,18%	56,18%	56,18%	56,18%
Otros costos variables (variable)	28,0%	34,7%	40,1%	34,25%	34,25%	34,25%	34,25%	34,25%	34,25%
Combustibles (variable)	5,0%	8,0%	7,0%	6,69%	6,69%	6,69%	6,69%	6,69%	6,69%
Servicios de terceros (variable)	3,4%	1,5%	2,8%	2,55%	2,55%	2,55%	2,55%	2,55%	2,55%
Energía eléctrica (variable)	0,2%	0,3%	0,3%	0,27%	0,27%	0,27%	0,27%	0,27%	0,27%
Embalaje (variable)	0,0%	0,1%	0,1%	0,06%	0,06%	0,06%	0,06%	0,06%	0,06%
Flete (variable)	0,0%	0,0%	0,0%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%

Gastos admón. y operación	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Gastos admón. y op. (sin D,A,P)	-85.846	-74.401	-57.422	-60.981	-64.761	-68.775	-73.038	-77.565	-82.373
Gastos admón. y op. (sin D,A,P) / Ingresos	-12,8%	-9,6%	-7,6%	-7,6%	-7,6%	-7,6%	-7,6%	-7,6%	-7,6%
Distribución gastos admón. y op. (sin D,A,P)									
Gastos de personal	62,4%	49,9%	37,7%	37,69%	37,69%	37,69%	37,69%	37,69%	37,69%
Servicios	7,8%	5,9%	5,3%	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%
Honorarios	3,3%	5,8%	16,7%	16,67%	16,67%	16,67%	16,67%	16,67%	16,67%
Mantenimiento y reparaciones	1,9%	3,5%	3,7%	3,68%	3,68%	3,68%	3,68%	3,68%	3,68%
Gastos de viaje	3,2%	3,9%	5,1%	5,05%	5,05%	5,05%	5,05%	5,05%	5,05%
Seguros	3,4%	4,8%	7,7%	7,74%	7,74%	7,74%	7,74%	7,74%	7,74%
Arrendamientos	0,6%	0,9%	1,2%	1,22%	1,22%	1,22%	1,22%	1,22%	1,22%
Contribuciones y afiliaciones	0,3%	0,4%	1,8%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%
Diversos	15,4%	12,6%	6,8%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%
Impuestos	1,5%	8,3%	10,4%	10,40%	10,40%	10,40%	10,40%	10,40%	10,40%
Gastos legales	0,1%	3,9%	3,7%	3,70%	3,70%	3,70%	3,70%	3,70%	3,70%
Gasto por provisión	-8.547	-10.570	-15.764	-13.064	-13.873	-14.733	-15.646	-16.616	-17.646
Gasto por provisión / Cuentas por cobrar	-10,8%	-11,4%	-16,6%	-12,9%	-12,9%	-12,9%	-12,9%	-12,9%	-12,9%
Gasto por amortizaciones / Intangibles	N/A	-180,9%	-71,9%	-71,9%	-71,9%	-71,9%	-71,9%	-71,9%	-71,9%

Gastos de ventas	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Gastos ventas (sin D)	-47.915	-44.795	-43.763	-46.476	-49.356	-52.415	-55.664	-59.115	-62.779

Gastos ventas (sin D) / Ingresos	-7,1%	-5,8%	-5,8%	-5,79%	-5,79%	-5,79%	-5,79%	-5,79%	-5,79%
Distribución Gastos Ventas (sin D)									
Servicios	69,6%	65,9%	69,1%	68,2%	68,2%	68,2%	68,2%	68,2%	68,2%
Impuestos	12,7%	16,0%	15,3%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%
Gastos de personal	12,8%	16,2%	11,9%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%
Diversos	1,8%	0,6%	2,3%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Gastos de viaje	1,0%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Arrendamientos	0,8%	0,2%	0,3%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Honorarios	0,5%	0,3%	0,1%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Mantenimiento y reparaciones	0,7%	0,0%	0,0%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Seguros	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gastos legales	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

No Operacionales	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Tasa rendimientos financieros	10,0%	13,4%	9,8%	11,04%	11,04%	11,04%	11,04%	11,04%	11,04%
Otros ongresos no op. (depurados)	3.386	908	3.238	2.511	2.511	2.511	2.511	2.511	2.511
Diversos / Otros ing. NPD	40,55%	27,64%	51,82%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%
Arrendamientos y servicios / Otros ing. NPD	5,14%	51,98%	4,48%	20,53%	20,53%	20,53%	20,53%	20,53%	20,53%
Venta de otros materiales / Otros ing NPD	54,31%	20,37%	43,70%	39,46%	39,46%	39,46%	39,46%	39,46%	39,46%
Otros gastos no op. (depurados)	-23.290	-14.424	-24.183	-20.632	-20.632	-20.632	-20.632	-20.632	-20.632
Disversos / Otros gastos NPD	20,13%	8,79%	63,04%	30,65%	30,65%	30,65%	30,65%	30,65%	30,65%
Otros / Otros gastos NPD	31,19%	32,41%	20,31%	27,97%	27,97%	27,97%	27,97%	27,97%	27,97%
Extraordinarios / Otros gastos NPD	47,86%	57,30%	15,01%	40,05%	40,05%	40,05%	40,05%	40,05%	40,05%
Comisiones / Otros gastos NPD	0,82%	1,50%	1,64%	1,32%	1,32%	1,32%	1,32%	1,32%	1,32%

KTNO	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Rotación cxc corrientes netas (días)	42,3	43,3	45,3	45,3	45,3	45,3	45,3	45,3	45,3
Rotación inventarios (días)	109,2	94,9	84,5	84,5	84,5	84,5	84,5	84,5	84,5
Rotación cxc no corrientes netas (días)	1,4	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Rotación beneficios a empleados (días)	54,8	76,1	46,1	59,0	59,0	59,0	59,0	59,0	59,0
Rotación otras provisiones corrientes (días)	11,3	11,8	11,2	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4
Rotación proveedores y exp (días)	53,2	61,9	61,1	61,1	61,1	61,1	61,1	61,1	61,1
Rotación otros pasivos corrientes (días)	7,5	6,9	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6
Rotación beneficios a empleados no corrientes (días)	448,9	453,2	504,1	504,1	504,1	504,1	504,1	504,1	504,1
Rotación otros pasivos no corrientes (días)	72,7	60,6	50,4	50,4	50,4	50,4	50,4	50,4	50,4

Rotación pasivos estimados y provisiones no corrientes (días)	17,4	14,1	19,3	19,3	19,3	19,3	19,3	19,3	19,3
---	------	------	------	------	------	------	------	------	------

CAPEX	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
CAPEX (activos fijos) / ingresos	7,8%	7,0%	12,0%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	8,9%
Depreciación / activos fijos brutos (t-1)	-4,1%	-5,8%	-5,9%	-5,9%	-5,9%	-5,5%	-5,0%	-4,5%	-4,1%
<u>Distribución depreciación</u>									
Costos de ventas	96,7%	97,4%	96,5%	96,8%	96,8%	96,8%	96,8%	96,8%	96,8%
Gastos de admón. y operación	2,8%	2,0%	2,9%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
Gastos de ventas	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Capex (intangibles) / ingresos	0,0%	0,2%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Amortización (t) / intangibles netos (t-1)	N/A	N/A	47,6%	47,6%	47,6%	47,6%	47,6%	47,6%	47,6%

Impuestos	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Patrimonio líquido gravable (t) / patrimonio contable (t-1)	26,4%	31,9%	29,0%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%
Renta presuntiva	3,0%	3,0%	3,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Tarifa efectiva renta sobre presuntiva	29,3%	38,5%	46,4%	34,0%	34,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
Pasivo imp. diferido / patrimonio líquido gravable	91,0%	102,5%	93,1%	95,5%	95,5%	95,5%	95,5%	95,5%	95,5%
Activos imp. corrientes / ingresos	4,1%	4,6%	4,8%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Pasivo imp. corrientes / activos imp. corrientes	79,0%	66,6%	71,4%	72,3%	72,3%	72,3%	72,3%	72,3%	72,3%

FUENTES DE INFORMACIÓN

“Informes de gestión anual de 2011 a 2016”. (2011 – 2016). Recuperado de <http://www.pazdelrio.com.co/es-es/Accionistas/informacion-financiera/Paginas/informacion-financiera-ultimos-tres-a%C3%B1os.aspx>

Bloomberg Business (2017). Recuperado de <https://www.bloomberg.com/>

Bolsa de Valores de Colombia (2017). Recuperado de <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc>

Departamento Administrativo Nacional de Estadística – DANE (2017). Recuperado de <http://www.dane.gov.co/>

Banco de la República de Colombia (2017). Recuperado de <http://www.banrep.gov.co/>

Reserva Federal de los Estados Unidos de América (2017). Recuperado de <https://www.federalreserve.gov/>

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

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

Rrevista Infoacero (2018). Recuperado de <http://www.camacero.org/>

Boletines y documentos de interés (2018). Recuperado de <http://www.andi.com.co/Home/Camara/6-comite-colombiano-de-productores-de-acero>

MCKINSEY & Company. Valuation. 6° edición. New Jersey, USA: Editorial John Wiley & Son, 2015.

BALANCE GENERAL HISTÓRICO	2014	2015	2016
Efectivo y equivalentes de efectivo	79.826	107.594	90.255
Cuentas por cobrar, neto	78.972	93.086	94.973
Inventarios, neto	182.209	175.995	162.352
Activos por impuestos corrientes	27.887	35.879	36.394
Total de los activos corrientes	368.894	412.554	383.974
Cuentas por cobrar, neto	2.695	2.143	1.915
Inversiones, neto	675	195	-
Propiedades, planta y equipo, neto	1.880.250	1.821.906	1.590.372
Intangibles	-	897	594
Total de los activos no corrientes	1.883.620	1.825.141	1.592.881
ACTIVOS	2.252.514	2.237.695	1.976.855
Obligaciones financieras	67.976	70.340	75.123
Beneficios a empleados	17.608	19.859	11.847
Otras provisiones corrientes	23.482	26.243	26.881
Proveedores y cuentas por pagar	110.210	137.904	146.762
Compañías vinculadas	417.269	457.854	480.581
Otros pasivos corrientes	15.463	15.463	15.947
Pasivos por impuestos corrientes	22.038	23.899	25.968
Total de los pasivos corrientes	674.046	751.562	783.109
Obligaciones financieras	-	-	30.800
Beneficios a empleados no corriente	144.262	118.255	129.485
Pasivo por impuesto diferido	322.878	302.493	243.020
Otros pasivos no corrientes	150.464	134.997	120.901
Pasivos estimados y provisiones no corrientes	36.064	31.492	46.217
Total de los pasivos no corrientes	653.668	587.237	570.423
PASIVOS	1.327.714	1.338.799	1.353.532
Capital emitido	248.706	248.706	248.706
Prima de emisión	194.795	194.795	194.795
Utilidades acumuladas	421.544	395.640	119.879
Reservas	59.755	59.755	59.755
Fondo social	-	-	188
PATRIMONIO	924.800	898.896	623.323
TOTAL DEL PASIVO Y DEL PATRIMONIO	2.252.514	2.237.695	1.976.855

BALANCE GENERAL PROYECTADO	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Efectivo y equivalentes de efectivo	67.488	63.492	61.124	63.263	71.329	70.305
Cuentas por cobrar, neto	101.068	107.333	113.986	121.051	128.554	136.522
Inventarios, neto	168.240	177.336	184.767	192.225	200.106	208.857
Activos por impuestos corrientes	36.374	38.628	41.022	43.565	46.265	49.133
Total de los activos corrientes	373.170	386.789	400.900	420.104	446.254	464.817
Cuentas por cobrar, neto	2.034	2.160	2.294	2.436	2.587	2.747
Inversiones, neto	-	-	-	-	-	-
Propiedades, planta y equipo, neto	1.533.978	1.477.752	1.430.401	1.394.264	1.370.084	1.373.273
Intangibles	800	1.110	1.065	1.184	1.300	1.350
Total de los activos no corrientes	1.536.812	1.481.022	1.433.760	1.397.884	1.373.971	1.377.371
ACTIVOS	1.909.982	1.867.811	1.834.659	1.817.988	1.820.225	1.842.188
Obligaciones financieras	69.745	69.745	69.745	69.745	69.745	69.745
Beneficios a empleados	16.315	17.292	18.162	19.077	20.040	21.051
Otras provisiones corrientes	26.736	28.212	29.470	30.740	32.086	33.568
Proveedores y cuentas por pagar	142.935	150.824	157.550	164.338	171.533	179.458
Compañías vinculadas	480.581	480.581	480.581	480.581	480.581	480.581
Otros pasivos corrientes	15.531	16.388	17.119	17.857	18.639	19.500
Pasivos por impuestos corrientes	26.309	27.939	29.671	31.510	33.463	35.538
Total de los pasivos corrientes	778.152	790.982	802.298	813.849	826.086	839.440
Obligaciones financieras	34.795	32.953	30.551	27.649	24.166	20.046
Beneficios a empleados no corriente	139.387	147.733	155.169	162.986	171.207	179.852
Pasivo por impuesto diferido	173.346	172.850	153.385	142.902	134.453	130.425
Otros pasivos no corrientes	117.748	124.248	129.788	135.380	141.307	147.835
Pasivos estimados y provisiones no corrientes	45.012	47.496	49.614	51.752	54.018	56.513
Total de los pasivos no corrientes	510.288	525.280	518.507	520.670	525.150	534.672
PASIVOS	1.288.441	1.316.262	1.320.805	1.334.519	1.351.236	1.374.112
Capital emitido	248.706	248.706	248.706	248.706	248.706	248.706
Prima de emisión	194.795	194.795	194.795	194.795	194.795	194.795
Utilidades acumuladas	118.097	48.105	10.410	-19.974	-34.455	-35.368
Reservas	59.755	59.755	59.755	59.755	59.755	59.755
Fondo social	188	188	188	188	188	188
PATRIMONIO	621.541	551.549	513.854	483.470	468.989	468.076
TOTAL DEL PASIVO Y DEL PATRIMONIO	1.909.982	1.867.811	1.834.659	1.817.988	1.820.225	1.842.188

ESTADO DE INGRESOS HISTÓRICO	2014	2015	2016
Productos terminados	675.486	774.327	757.028
Explotaciones de minas y canteras	117	-	-
Devoluciones en venta	-2.753	-923	1.564
INGRESOS OPERACIONALES NETOS	672.851	773.404	755.464
Materia prima (variable)	-267.685	-250.628	-224.985
Otros costos variables (variable)	-118.398	-156.667	-181.183
Combustibles (variable)	-21.348	-36.152	-31.737
Servicios de terceros (variable)	-14.291	-6.612	-12.729
Energía eléctrica (variable)	-953	-1.322	-1.332
Embalaje (variable)	-91	-303	-370
Flete (variable)	-23	-26	-38
Depreciaciones (fijo)	-75.865	-112.066	-116.262
Mano de obra (fijo)	-56.031	-49.526	-65.634
Mantenimiento (fijo)	-29.379	-33.014	-37.960
Otros costos fijos (fijo)	-16.416	-21.635	-19.698
COSTO DE VENTAS	-600.480	-667.951	-691.928
UTILIDAD BRUTA	72.371	105.453	63.536
Gastos de personal	-53.541	-37.160	-21.644
Servicios	-6.671	-4.424	-3.044
Honorarios	-2.872	-4.302	-9.570
Mantenimiento y reparaciones	-1.632	-2.640	-2.112
Gastos de viaje	-2.724	-2.885	-2.902
Seguros	-2.955	-3.588	-4.443
Provisiones	-8.547	-10.570	-15.764
Depreciaciones	-2.189	-2.324	-53.945
Amortizaciones	-90	-1.623	-427
Arrendamientos	-535	-656	-698
Contribuciones y afiliaciones	-259	-324	-1.033
Diversos	-13.248	-9.342	-3.877
Impuestos	-1.312	-6.149	-5.972
Gastos legales	-97	-2.931	-2.127
GASTOS DE ADMÓN. Y OPERACIÓN	-96.672	-88.918	-127.558
GASTOS DE VENTAS	-48.350	-45.449	-44.526
UTILIDAD OPERACIONAL	-72.651	-28.914	-108.548
NETO NO OPERACIONAL	-14.549	-31.196	-188.744
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	-87.200	-60.110	-297.292
IMPUESTO DE RENTA Y CREE	-39.367	25.089	41.651
UTILIDAD NETA	-126.567	-35.021	-255.641
EBITDA	14.475	98.323	78.613

ESTADO DE INGRESOS PROYECTADO	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Productos terminados	803.951	853.782	906.701	962.901	1.022.584	1.085.967
Explotaciones de minas y canteras	-	-	-	-	-	-
Devoluciones en venta	-1.661	-1.764	-1.873	-1.989	-2.113	-2.244
INGRESOS OPERACIONALES NETOS	802.290	852.018	904.828	960.912	1.020.471	1.083.723
Materia prima (variable)	-266.561	-283.083	-300.629	-319.263	-339.052	-360.067
Otros costos variables (variable)	-162.498	-172.570	-183.266	-194.625	-206.689	-219.500
Combustibles (variable)	-31.741	-33.709	-35.798	-38.017	-40.373	-42.876
Servicios de terceros (variable)	-12.112	-12.863	-13.660	-14.507	-15.406	-16.361
Energía eléctrica (variable)	-1.285	-1.365	-1.449	-1.539	-1.635	-1.736
Embalaje (variable)	-270	-286	-304	-323	-343	-364
Flete (variable)	-31	-33	-35	-37	-39	-42
Depreciaciones (fijo)	-112.281	-115.694	-110.894	-104.065	-96.766	-90.763
Mano de obra (fijo)	-70.228	-74.372	-77.752	-81.286	-84.980	-88.843
Mantenimiento (fijo)	-39.513	-40.698	-41.919	-43.176	-44.472	-45.806
Otros costos fijos (fijo)	-20.504	-21.119	-21.752	-22.405	-23.077	-23.769
COSTO DE VENTAS	-717.023	-755.790	-787.458	-819.242	-852.831	-890.126
UTILIDAD BRUTA	85.267	96.227	117.370	141.669	167.640	193.597
Gastos de personal	-22.986	-24.410	-25.923	-27.530	-29.236	-31.049
Servicios	-3.233	-3.433	-3.646	-3.872	-4.112	-4.367
Honorarios	-10.163	-10.793	-11.462	-12.173	-12.927	-13.728
Mantenimiento y reparaciones	-2.243	-2.382	-2.530	-2.686	-2.853	-3.030
Gastos de viaje	-3.082	-3.273	-3.476	-3.691	-3.920	-4.163
Seguros	-4.718	-5.011	-5.321	-5.651	-6.002	-6.374
Provisiones	-13.064	-13.873	-14.733	-15.646	-16.616	-17.646
Depreciaciones	-2.977	-3.067	-2.940	-2.759	-2.565	-2.406
Amortizaciones	-283	-381	-529	-507	-564	-619
Arrendamientos	-741	-787	-836	-888	-943	-1.001
Contribuciones y afiliaciones	-1.097	-1.165	-1.237	-1.314	-1.395	-1.482
Diversos	-4.117	-4.373	-4.644	-4.931	-5.237	-5.562
Impuestos	-6.342	-6.735	-7.153	-7.596	-8.067	-8.567
Gastos legales	-2.259	-2.399	-2.548	-2.705	-2.873	-3.051
GASTOS DE ADMÓN. Y OPERACIÓN	-77.304	-82.082	-86.977	-91.950	-97.310	-103.044
GASTOS DE VENTAS	-47.154	-50.055	-53.086	-56.293	-59.699	-63.327
UTILIDAD OPERACIONAL	-39.192	-35.910	-22.693	-6.574	10.631	27.226
NETO NO OPERACIONAL	-30.105	-32.425	-32.612	-32.565	-31.936	-30.589
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	-69.296	-68.335	-55.305	-39.140	-21.305	-3.363
IMPUESTO DE RENTA Y CREE	67.515	-1.658	17.610	8.755	6.824	2.450
UTILIDAD NETA	-1.782	-69.992	-37.695	-30.385	-14.481	-913
EBITDA	90.091	97.804	107.073	117.032	127.727	139.209

FLUJO DE CAJA HISTÓRICO	2014	2015	2016
Ganancia (pérdida) neta del año	-126.567	-35.021	-255.641
Depreciación, amortización y agotamiento	102.173	112.906	171.411
Provisiones	289	1.192	161.152
Impuesto sobre la renta diferido, neto	-67.560	-28.589	-49.497
Utilidad / pérdida activos fijos	-	480	195
Gastos financieros	56.685	51.672	50.109
Ingresos financieros	-18.744	-17.834	-14.881
Cuentas por cobrar	-25.937	41.562	35.244
Inventarios	48.896	8.317	4.610
Proveedores y cuentas por pagar	26.245	27.694	4.113
Beneficios a empleados	39.706	-6.451	-27.009
Impuestos, gravámenes y tasas	64.121	-6.123	6.298
Pasivos estimados y provisiones	-	-116.211	15.363
Otros pasivos no financieros no corrientes	-10.406	98.937	-13.615
Otros pasivos corrientes	1.099	-	-
Efectivo neto provisto para las actividades de operación	90.000	132.531	87.852
Cambios en KTNO	76.164	19.136	-24.493
Adquisición de propiedades, planta y equipo	-52.734	-54.184	-90.527
Inversiones permanentes	-	-	-
Intangibles	-	-1.271	-138
Efectivo neto usado en las actividades de inversión	-52.734	-55.455	-90.665
Aumento de capital	-	-	-
Adquisición de obligaciones financieras	114.753	206.374	105.002
Pago de obligaciones financieras	-152.251	-255.682	-119.528
Rendimientos	-	-	-
Efectivo neto provisto (usado) por las actividades de financiación	-37.498	-49.308	-14.526
(Disminución) aumento en el efectivo y equivalentes de efectivo	-232	27.768	-17.339
Efectivo y equivalentes de efectivo al inicio del año	79.785	79.826	107.594
Efectivo y equivalentes de efectivo al final del año	79.553	107.594	90.255

FLUJO DE CAJA PROYECTADO	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Ganancia (pérdida) neta del año	-1.782	-69.992	-37.695	-30.385	-14.481	-913
Depreciación, amortización y agotamiento	116.219	119.841	115.033	107.959	100.480	94.337
Provisiones	13.064	13.873	14.733	15.646	16.616	17.646
Impuesto sobre la renta diferido, neto	-69.674	-495	-19.465	-10.483	-8.450	-4.027
Utilidad / pérdida activos fijos	-	-	-	-	-	-
Gastos financieros	37.453	37.260	37.007	36.699	36.305	35.849
Ingresos financieros	-9.960	-7.447	-7.006	-6.745	-6.981	-7.871
Cuentas por cobrar	-19.278	-20.264	-21.520	-22.854	-24.270	-25.775
Inventarios	-5.888	-9.096	-7.431	-7.458	-7.881	-8.751
Proveedores y cuentas por pagar	-3.827	7.889	6.725	6.789	7.194	7.925
Beneficios empleados	14.370	9.323	8.305	8.733	9.183	9.656
Impuestos, gravámenes y tasas	361	-624	-663	-704	-747	-793
Pasivos estimados y provisiones	-1.350	3.960	3.376	3.408	3.611	3.978
Otros pasivos no financieros no corrientes	-3.153	6.499	5.540	5.592	5.927	6.529
Otros pasivos corrientes	-416	857	731	738	782	861
Efectivo neto provisto para las actividades de operación	66.140	91.585	97.672	106.936	117.288	128.651
Cambios en KTNO	-88.854	-1.950	-24.400	-16.239	-14.651	-10.397
Adquisición de propiedades, planta y equipo	-59.543	-63.234	-67.153	-71.316	-75.736	-96.908
Inversiones permanentes	-	-	-	-	-	-
Intangibles	-488	-691	-483	-626	-679	-669
Efectivo neto usado en las actividades de inversión	-60.032	-63.925	-67.637	-71.942	-76.415	-97.576
Aumento de capital	-	-	-	-	-	-
Adquisición de obligaciones financieras	-	-	-	-	-	-
Pago de obligaciones financieras	-38.835	-39.103	-39.408	-39.601	-39.788	-39.969
Rendimientos	9.960	7.447	7.006	6.745	6.981	7.871
Efectivo neto provisto (usado) por las actividades de financiación	-28.876	-31.656	-32.402	-32.856	-32.807	-32.098
(Disminución) aumento en el efectivo y equivalentes de efectivo	-22.767	-3.996	-2.367	2.139	8.066	-1.023
Efectivo y equivalentes de efectivo al inicio del año	90.255	67.488	63.492	61.124	63.263	71.329
Efectivo y equivalentes de efectivo al final del año	67.488	63.492	61.124	63.263	71.329	70.305

VALORACIÓN	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
UODI	-37.568	-5.083	2.181	17.455	29.676
Utilidad operacional	-35.910	-22.693	-6.574	10.631	27.226
- Impuestos operativos	-1.658	17.610	8.755	6.824	2.450
+ Depreciaciones	119.460	114.504	107.452	99.916	93.718
+ Amortizaciones	381	529	507	564	619
+ Provisiones	13.064	13.873	14.733	15.646	16.616
+/- Cambios en KTNO	-88.854	-1.950	-24.400	-16.239	-14.651
- CAPEX	-63.925	-67.637	-71.942	-76.415	-97.576
FCL para la firma	-57.443	54.237	28.532	40.927	28.401
Factor descuento WACC acumulado	1,13	1,27	1,43	1,60	1,80
VP FCL 2018-2022	-51.014	42.798	20.009	25.515	15.744
Sumatoria VP FCL 2018-2022	53.052				
VP (en 2022) del valor terminal					473.105
VP valor terminal	262.266				
Enterprise Value	315.318				
Peso proyección explícita	17%				
Peso valor terminal	83%				
Deuda financiera cierre 2017	585.121				
Activos no operacionales	-				
Valor equity estimado	-269.803				
Acciones en circulación (millones acciones)	24.871				
Valor por acción estimado (COP)	-10,85				

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