

Mineros S. A.
BVC: Mineros

Cobertura continua

Fecha de valoración: 29 de enero de 2016

Recomendación: comprar

Precio de la acción y valor del IGBC

Precio de la acción: \$1.970 (29 de enero de 2016)
 Valor del IGBC: 8.596,05
 Empresa con rentabilidad a largo plazo
 Expectativa de crecimiento de la tasa representativa del mercado (TRM)
 Expectativa de crecimiento de la empresa en Latinoamérica
 Precio que se espera alcanzar en el mes diciembre de 2016: \$3.830,67

Tabla de valoración con los datos financieros más destacados

Datos destacados	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Precio de la onza de oro (USD)	1.060	1.046	1.025	971	936	828	907	907	907	907
Precio de la onza de plata (USD)	13,81	18,01	17,85	17,57	16,94	16,30	17,00	17,00	17,00	17,00
TRM proyectada	3.245	3.340	3.316	3.059	2.846	2.835	2.868	2.902	2.936	2.971

Nota: P = proyección

Fuente: Elaboración propia, basado en datos de informe de proyecciones macroeconómicas Bancolombia.

Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización bursátil: \$505.056.685.860
 Número de acciones en circulación: 261.687.402
 Volumen promedio diario de los últimos 12 meses: 136.474.163,33
 Bursatilidad: alta
 Participación en el índice: 0,251%
 Cotiza en Bolsa de Valores de Colombia
 Beta: 0,683 (Bloomberg, 29 de enero 2016)
 Rango en el último año: entre \$1.400 y\$ 3.110

Apreciación global de la compañía

Localización: Medellín, Colombia
 Industria: minería aluvial aurífera
 Descripción: empresa colombiana del sector minero dedicada a la exploración, explotación, y comercialización de oro y otros metales preciosos
 Productos y servicios: oro, plata y otros preciosos
 Sitio web de la compañía: www.mineros.com.co

Analistas:

Libia Erazo Buesaquillo
 Carmenza Velasco Chávez

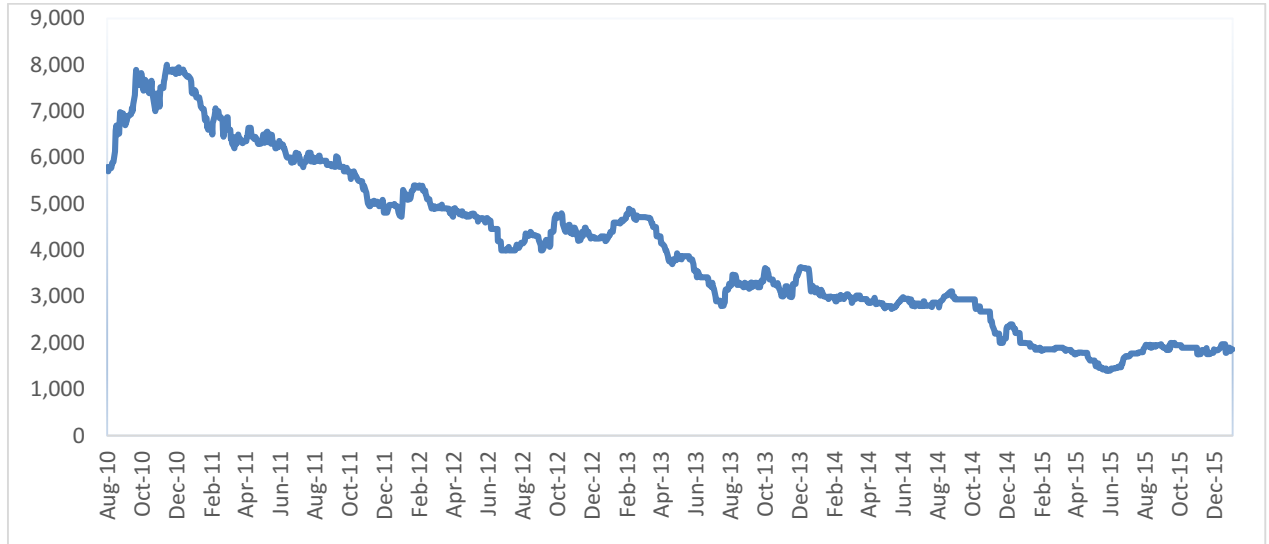
Directora de la investigación de inversión:

Sandra Constanza Gaitán Riaño

Asesor de investigación:

Álvaro Hernández Bonnet

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO



Gráfica 1. Precio de la acción entre agosto de 2010 y diciembre de 2015

Fuente: elaboración propia con base en BVC. Enero 2016.

El comportamiento de la acción de Mineros S. A., analizado en los últimos cinco años y medio, ha tenido un comportamiento descendente; su tope máximo lo alcanzó en el mes de junio del año 2010, cuando llegó a un precio de \$8.000, y el mínimo fue de \$1.400, que se presentó en el mes de junio de 2015; el 26 de enero de 2016 estaba en \$1.860, con una leve recuperación.

El precio de la acción se ha visto afectado por el del oro que, a su vez, está influenciado por varios factores, como la dificultad geológica para hallar y explotar oro, el precio del dólar, que para el mes de enero 2016 había superado cualquier pronóstico y se situaba en \$3.375,80, y la oferta de oro en países como China e India, entre otros.

RESUMEN DE INVERSIÓN

Se recomienda comprar la acción de Mineros S. A. con base, en lo primordial, en los elementos clave que impactan el sector de la minería, como lo son la TRM (tasa representativa del mercado), los precios del oro y la plata, los costos de producción y la proyección del crecimiento de la empresa en América Latina. Al tener en cuenta que todo lo que produce se vende y que los clientes son externos, sus ingresos no se ven afectados debido a que los costos de producción son en pesos y sus ingresos en USD. El precio del oro, según las expectativas del mercado, tiene una tendencia alcista, pese a que los principales consumidores, como China e India, bajaron su compra. Sin embargo, los clientes que tiene Mineros en la actualidad están en Norteamérica, con lo cual se espera mantener las ventas.

Mineros S. A. es líder nacional en la producción aluvial y con la reserva que tiene en la actualidad, de \$1.342.310 en onzas de oro fino, espera mantenerse durante 16 años, lo cual garantiza una producción permanente. De modo adicional, con la compra de Hemco la organización planea aumentar la producción y sus mayores inversiones van a estar en dicha empresa, ubicada en Nicaragua. Con respecto a la financiación, según las proyecciones para la producción nacional va a tener suficientes recursos para invertir en proyectos en los que se les dé la oportunidad de invertir y en proyectos que estén en curso. Debido a que sus principales accionistas son entidades financieras, como Colpatria y la Corporación Financiera Colombiana S. A., ese hecho trae una gran ventaja con respecto al endeudamiento pues en el futuro se ve muy bien desde el punto de vista financiero.

TESIS DE INVERSIÓN

Recomendación: comprar.

En la actualidad, Mineros S. A. se enfrenta a varios retos, el primero de los cuales es el precio de oro, que es muy inestable y nadie asegura que se va a superar o que vaya a llegar a los precios altos que alcanzó en el pasado, lo que genera incertidumbre para el sector de la minería; las empresas pequeñas optan en algunos casos por cerrar la actividad minera y parar la producción debido a que los costos de exploración y explotación son muy altos y no se compensan con el precio actual que tiene el oro (USD1.106,58 por onza) y para tales tipos de empresas es más conveniente abrir la minería cuando el precio del oro suba. Sin embargo, para Mineros S. A., que es una empresa sólida y de mayor tamaño, lo anterior se convierte en una oportunidad de ingresos puesto que la competencia será menor. Por otro lado, la demanda de compradores de oro ha disminuido en el mundo y muchos prefieren invertir títulos en USD debido al incremento en las expectativas del crecimiento de la economía en Estados Unidos. La TRM en la actualidad ha alcanzado en Colombia precio histórico, algo positivo para las empresas que en la época presente exportan, como es el caso de Mineros, porque la mayoría de sus clientes son externos; este inductor es también muy inestable, por lo cual no se puede proyectar con exactitud; sin embargo, entidades como el Grupo Bancolombia y el Banco de la República para enero 2016, han estimado una TRM entre \$2835 y \$3340 para los siguientes cinco años, lo que se considera atractivo para los inversionistas de la empresa.

Otros aspectos que también afectan en forma directa las utilidades de Mineros son las constantes reformas tributarias que ha promulgado el Estado colombiano, las cuales no son muy favorables; en la última reforma se agregaron la sobretasa al impuesto denominada CREE y el impuesto a la riqueza, lo que afecta en forma directa los ingresos y el patrimonio de los accionistas; el Gobierno, en su afán de recaudar recursos para sus proyectos de inversión, no ha dictado una verdadera reforma tributaria integral que sea resultado de la evaluación de la situación de todos los sectores de la economía. Sin embargo, cabe resaltar que el Gobierno colombiano, con su proyecto del PIPE 2.0¹, agregó al sector minero energético para impulsar el desarrollo y mejorar sus utilidades;

¹ PIPE 2.0 es el segundo plan de Impulso a la productividad y el empleo, iniciativa del gobierno actual encaminada a generar inversión en varios sectores transversales: infraestructura en educación, obras públicas, vivienda urbana rural, industria, comercio y minería, para ayudar al crecimiento y al desarrollo del país.

los puntos que deben resaltarse son: ley de la infraestructura, lo que quiere decir que tendrán más facilidad los predios, ajustes a los esquemas de garantía que se les exigen a las minerías, mejora en los tiempos de evaluación técnica para las exploración y explotación, integración de títulos que sean parte del mismo yacimiento para hacer más eficiente la exploración, mantenimiento en cero de los aranceles para la importación de la maquinaria minera y, por último, reducción de un 50% en el pago del arriendo que se paga por tener un área que se dedica a exploración minera.

Con dichas expectativas para la producción nacional, a pesar de la incertidumbre en el precio, se proyectó una producción constante, con inclusión de toda la producción de Hemco, con lo que las expectativas de crecimiento aumentan, lo que hace a Mineros una empresa muy buena para invertir.

Según Rojas T. (2015), en artículo publicado en *El Colombiano*,

Mineros S. A. comienza cosechar frutos de su expansión en Nicaragua; las mejoras en su producción de oro, el plan de ajuste de costos operativos de los últimos tiempos y una paz laboral. Y esto coincide con la devaluación del peso y una onza cuya cotización promedió los 1.206 USD en el primer semestre. De ahí que para ese período pudo consolidar una utilidad neta de 48.981 millones de pesos, con un margen positivo de 18,1% frente a los ingresos de \$270.817 millones que sumó entre sus operaciones en el Bajo Cauca antioqueño y Hemco (Nicaragua).

Con lo anterior se destaca tanto la buena gestión de la administración como las buenas expectativas de crecimiento que le esperan a Mineros con las inversiones actuales en Nicaragua. De paso conviene observar que también evalúa opciones en Chile, Ecuador, y Brasil.

Con la valoración que se realizó se recomienda, con respecto a la acción de Mineros, comprar, al considerar como precio presente \$1.970 por acción y el descuento de flujos de caja proyectados arroja un potencial de valorización de \$3.830,67.

VALORACIÓN

Se utilizaron los últimos cinco años del balance y del estado de resultados de la compañía para analizar su comportamiento durante dichos períodos para así obtener información como fuente para calcular estimados y proyecciones, junto con otras variables económicas proyectadas que se consultaron en diferentes entidades financieras y que afectan de manera directa e indirecta la operación y el direccionamiento estratégico de Mineros S. A.

Entre las variables macroeconómicas se encuentran la inflación, tanto la de Colombia como la de Estados Unidos, la DTF y los *spread* de bancos (diferencia entre la tasa de captación y la de colocación del Banco de la República).

Es importante analizar la dependencia que tiene el precio del oro en variables como el del dólar americano, caso en el que se constata una relación inversa entre ambos, el nivel de inflación, el crecimiento de la economía y las tasas de interés. Como se puede advertir en las proyecciones, la tasa de cambio empieza a jugar un papel importante debido a que la empresa solo tiene clientes externos, lo que significa que es vulnerable al cambio de la

moneda. La reciente estabilización y recuperación de la economía en Estados Unidos tiene a muchos analistas financieros a las expectativas de lo que pueda suceder debido a que el precio del dólar ha llegado a niveles que con anterioridad no se habían visto.

Tabla 1. Variables macroeconómicas y financieras para valoración

VARIABLES MACROECONÓMICAS Y FINANCIERAS											
	2014	P2015	P2016	P2017	P2018	P2019	P2020	P2021	P2022	P2023	P2024
Beta desapalancado del sector		0,68									
Tasa impositiva	43,33%	34,94%	35,49%	36,59%	37,13%	32,20%	32,20%	32,20%	32,20%	32,20%	32,20%
Datos de devaluación	2014	P2015	P2016	P2017	P2018	P2019	P2020	P2021	P2022	P2023	P2024
Inflación en Colombia		6,77%	4,40%	3,10%	3,10%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Inflación en Estados Unidos		0,10%	1,60%	2,30%	2,40%	1,50%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%
DTF (efectivo anual al fin del año)		5,25%	6,54%	4,62%	4,65%	4,70%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
Spread de bancos (efectivo anual)		6,19%	6,19%	6,19%	6,19%	6,19%	6,19%	6,19%	6,19%	6,19%	6,19%

Nota: P = proyección

Fuente: elaboración propia con base en Bloomberg y Damodaran. Enero 2016.

Para el cálculo del wacc (*weighted average cost of capital*, que en español se suele traducir como costo promedio ponderado de capital) se tomó una tasa libre de riesgo del 1,986%, consultada a la fecha de la valoración en Bondsonline consultada en enero 2016, y para el rendimiento del mercado y rendimiento promedio de los bonos del tesoro estadounidense se tomó el promedio de los últimos 50 años de la página Damodaran tomada en enero del 2016, en su orden. La proyección del Banco de la República es la de mantener una inflación del 3%. La economía externa por el momento no favorece el precio del oro ni al tipo de negocio al que se dedica la empresa. Mineros cuenta con una nueva dirección, cuyo enfoque es invertir en proyectos que ya estén en proceso y aumentar la producción, pero enfocada más hacia la nueva empresa que la organización adquirió en Nicaragua y mantener la producción nacional.

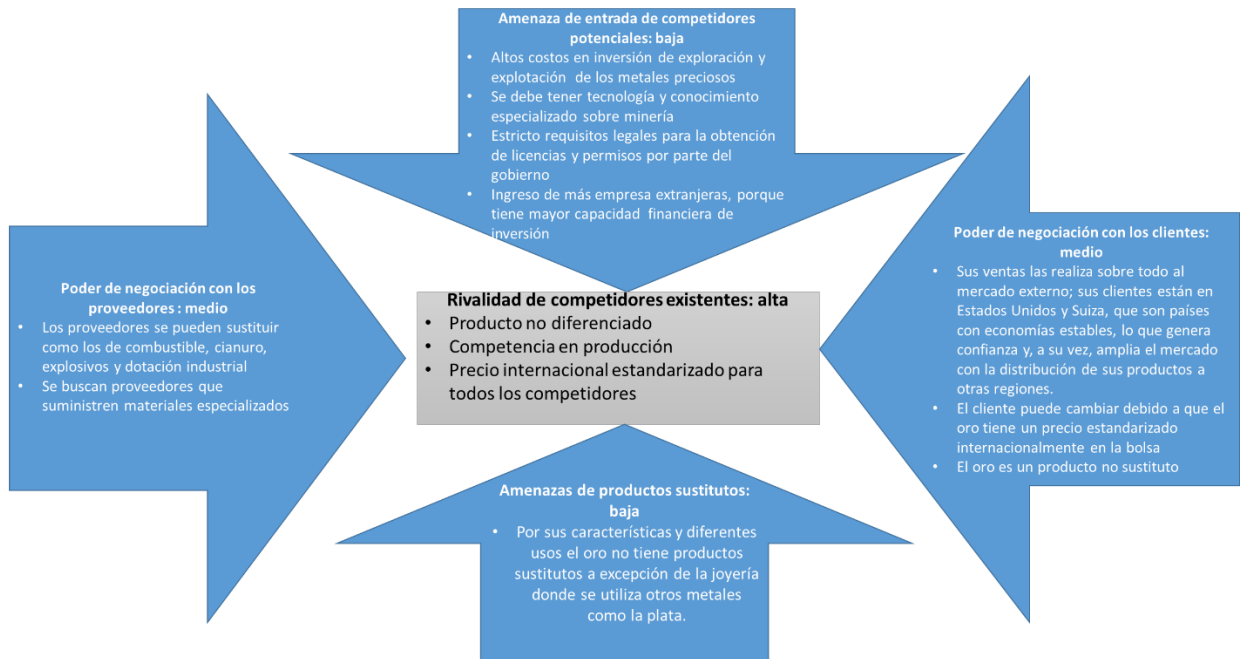
A pesar de que no hay muchos clientes, los pocos existentes son externos y el producto no es diferenciado, el oro es un bien fácilmente transable y tiene pocos sustitutos por lo que no tendría problemas para tener una buena demanda mundial, teniendo en cuenta la baja demanda que se ha observado en la India y China. El oro siempre ha sido un respaldo para la inflación y la incertidumbre de algunas variables económicas políticas y sociales que pueden incidir en un aumento de la demanda; también es necesario considerar que en el caso del oro disminuye el riesgo de la pérdida del valor en el tiempo.

Con la valoración se puede concluir que Mineros S. A. es una empresa sostenible a lo largo del tiempo y sus proyecciones y su visión de expansión a otros países hace que sea llamativa para los inversionistas. El mercado interno de oro está abastecido, en su mayoría por empresas pequeñas y no legalizadas. Se espera que el Gobierno, con su nuevo programa de PIPE 2.0, cumpla su presupuesto para el sector de la minería, lo que ayudaría

a que la producción nacional aumentase, lo mismo que las utilidades, todo ello si se es al mismo tiempo amigable con el medio ambiente.

EL precio de la acción de Mineros en la bolsa al 29 de enero 2016 fue de \$1.970 y con la valoración se llegó a \$3.830,67 por lo cual se recomienda comprar.

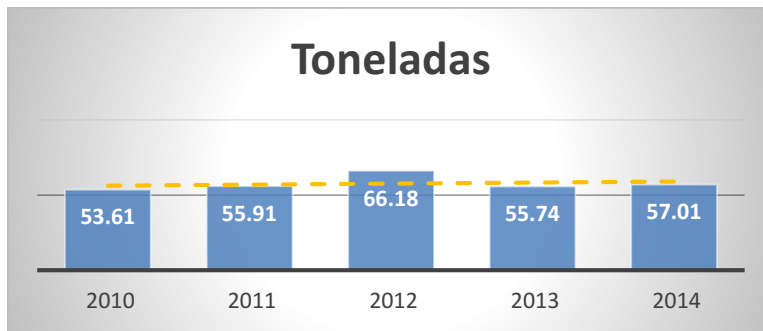
ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA



Gráfica 2. Análisis de las cinco fuerzas de Porter

Fuente: elaboración propia

Según el libro *El oro* (Anglo Gold Ashanti, 2014), los principales productores mundiales de dicho metal precioso en el año 2013 fueron Estados Unidos (231 toneladas), China (428), Australia (260), Sudáfrica (159), Perú (151) y Colombia (59,6); así mismo, los principales consumidores son: India (933 toneladas), China (811), Estados Unidos (194), Alemania (159) y Colombia (0,76).



Gráfica 3. Producción de oro entre 2010 y 2014 en Colombia

Fuente: elaboración propia con base en SIMCO. Publicada en Julio 2015.

La producción de oro analizada para el período de 2010 a 2014 creció un 6,3%, al pasar de 53,61 a 57,01 toneladas, mientras que en la comparación anual de 2012 a 2013 se advierte una disminución del 15,8%, al pasar de 66,2 a 55,7 toneladas. La producción promedio fue de 57,69 toneladas. La baja en la producción está relacionada con la disminución en el precio de oro, que pasó de USD1.651,33 por onza troy en enero a USD1.224,1 en diciembre de 2013.

En Colombia, para el año 2013 la producción de oro se concentró con el 47% en el departamento de Antioquia, seguido por el 27% en Choco, el 8% en Cauca, el 6% en Nariño y el 3% en Caldas 3%; para el año 2014, el porcentaje de producción para el departamento de Antioquia se incrementó al 49% y en Chocó disminuyó al 20% (SIMCO, 2015).

Mineros S. A. para el año 2014, según el informe financiero consolidado (Mineros, 2015a), tuvo una producción anual de 117.650 onzas de oro (3,65 toneladas), representada en un 80% en producción aluvial y 20% en subterránea en Colombia, mientras que en Nicaragua su producción fue de 64.928 onzas de oro (2,019 toneladas). En el primer trimestre de 2015 la producción fue de 44.743 onzas de oro (1,39 toneladas), que corresponde al 37% (16.748 onzas de oro) en Nicaragua y 63% (27.995 onzas de oro) en Colombia. En el tercer trimestre de 2015 la producción en Nicaragua fue del 40% y en Colombia del 60% (80.423 onzas de oro).

El mercado de producción de oro en Colombia está dividido, en lo fundamental, en un 80% para pequeñas y medianas empresas, alrededor de un 10% para las grandes y el 10% restante corresponde a minería ilegal. Mineros S. A. alcanza el 6% del total de la producción nacional.

Uno de los valores agregados de Mineros S. A. es contar con una hidroeléctrica que busca reducir las emisiones de gases y disminuir los costos de producción. Se considera un proyecto de tipo MDL (mecanismo de desarrollo limpio), mención otorgada por las Naciones Unidas.

Se constituyen en proyectos de desarrollo limpio, porque no son plantas eléctricas convencionales, sino que utilizan un recurso renovable como el agua, y con entrada «a filo de agua», es decir, sin intervenir directamente las fuentes a través de grandes embalses, sino que aprovechan las condiciones existentes y los caudales para generar una energía limpia que reemplaza la quema de combustibles fósiles (Mineros, 2015e).

Para la industria de la minería, los factores macroeconómicos que influyen y lo afectan son la tasa de cambio, la inflación, el PIB y la tasa de interés. En lo primordial, en el caso de la tasa de cambio es favorable para la compañía cuando está alta, debido a que favorece los ingresos porque todos los clientes son externos; así mismo, se puede ver afectada en sentido negativo en el costo de las materias primas, maquinaria y demás suministros que se tengan que importar. La volatilidad de la tasa de cambio es un riesgo no controlable que puede afectar, tanto en lo positivo como en lo negativo, a la industria minera.

Para explotar oro se necesita dar cumplimiento estricto a ciertos requisitos legales como:

- Contar con un título vigente o un contrato de concesión en el que se haya estipulado la etapa de explotación.
- Pagar contraprestaciones económicas y cumplir a cabalidad las obligaciones legales y contractuales.
- Elaborar los programas de trabajo y obras (PTO) y el estudio de impacto ambiental (EIA) para la solicitud del instrumento que es la licencia ambiental ante una autoridad competente para después dar inicio a las etapas de producción y montajes de mina y explotación.
- Cumplir las normas de seguridad social del personal que se contrate y también las normas de seguridad ocupacional.
- Cuando existan explotaciones de recursos no renovables se debe declarar, con la periodicidad debida, la producción y proceder al pago de regalías ante la Agencia Nacional de Minería. Si más tarde el material se vende para comercializar, el titular debe acreditar el correspondiente pago de la regalía ante la DIAN.

Si se comercializa en Colombia, se debe pagar IVA; el metal para exportación, por su parte, está exento del mismo, lo mismo que del ICA (impuesto de industria y comercio).

Tanto para exportación como para consumo local se aplica el pago de regalías a los municipios productores y demás impuestos establecidos por el Gobierno nacional.

Según el Banco de la República (Anglo Gold Ashanti, 2014), Colombia recibió 2,39 billones de pesos en regalías e impuestos de renta provenientes del sector minero en 2013.

Entre los indicadores que se pueden mencionar para la industria minera está el PIB, que ha tenido una participación en los últimos seis meses de un promedio de 2,2%; esta participación ha sido casi constante si se considera sin la inclusión de los hidrocarburos.

Tabla 2. Participación del PIB minero en el PIB total nacional
(miles de millones de pesos a precios constantes)

DETALLE	2009	2010	2011	2012	2013P	2014PR
PIB TOTAL	408.379	424.599	452.578	470.880	494.124	516.619
Explotación de minas y canteras	26.964	29.821	34.147	35.948	37.911	37.823
Extracción de carbón mineral y demás minerales	9.509	9.455	10.194	10.843	10.587	10.844
Extracción de petróleo crudo, gas natural y minerales de uranio y torio	17.673	20.636	24.306	25.433	27.476	27.096
Participación de la minería en el PIB Total	6,6%	7,0%	7,5%	7,6%	7,7%	7,3%
Participación de la minería sin hidrocarburos	2,3%	2,2%	2,3%	2,3%	2,1%	2,1%

Notas: P = cifras provisionales; PR = cifras preliminares

Fuente: UPME (2014). Complementado con información DANE (2014)

Determinantes del precio del oro

En el contexto mundial,

la oferta de oro en el 2013 se contrajo 2% a 4.339 toneladas, debido a que una caída en la oferta de oro reciclado sobrepasó un incremento de la producción de mina a nivel global. La oferta de oro reciclado se redujo por sexto año consecutivo y alcanzó su menor nivel desde el 2008 con 1.371,4t. La producción de oro de mina se elevó 5% a 3.018,6t. La cobertura neta de productores fue negativa con 50,1t y la demanda de oro se redujo 15% a 3.756t el 2013 debido a que la demanda récord registrada fue contrarrestada por salidas de inversión a gran escala, de acuerdo con el informe anual Gold Demand Trends del Consejo Mundial del Oro (WGC) (Burke, 2014).

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Historia, localización e infraestructura

Mineros S. A. hace parte del conglomerado empresarial Grupo Mineros, que está conformado por cuatro filiales y una fundación; es ciento por ciento colombiana y privada y tiene una trayectoria de 40 años en el mercado, dedicada a la exploración y explotación de metales preciosos, sobre todo oro.

Sus principales accionistas son entidades financieras como el Grupo Colpatria y la Corporación Financiera Colombiana S. A., lo que significa un gran respaldo económico en el momento en que la empresa requiera grandes inversiones.

Mineros S. A. atiende la operación aluvial y brinda soporte corporativo (administrativo, financiero, de gestión ambiental, de responsabilidad social, de sistemas de gestión integral, de cadena de abastecimiento, de talento humano y de tecnología informática) que son necesarios para el desarrollo de las actividades, tanto la aluvial como la subterránea, y su sede administrativa está ubicada en Medellín.

En la actualidad desarrolla sus actividades de producción en Colombia, en el departamento de Antioquia en los municipios de El Bague, Zaragoza y Nechí, en las regiones del Nordeste, en los dos primeros casos, y el Bajo Cauca antioqueño, en el segundo; son zonas en las que se presentan serios problemas de orden público, así como constantes afectaciones a las reservas de la compañía por parte de la minería ilegal; sin embargo, la producción aluvial para el año 2014 fue de 95.355 onzas de oro 1,2% por encima de lo obtenido en 2013, y en la subterránea fue de 22.295,54, un 8% superior a la correspondiente de 2013.

Mineros S. A. tiene la siguiente visión consolidada: “En el año 2020, el Grupo empresarial Mineros será reconocido por el crecimiento rentable de su producción y su buena gestión ambiental, humana y social” (Mineros, 2015c). Según la memoria de sostenibilidad 2015 (Mineros, 2016b, los retos para el año 2015, están enfocados hacia la búsqueda de nuevos negocios mineros en América Latina y la de nuevos depósitos aluviales cercanos a las operaciones en el Bajo Cauca, seguir con los planes de sistema de beneficios de las dragas, establecer nuevas alianzas, tanto públicas como privadas, para desarrollo de proyectos de inversión social y de liderazgo que le permitan a la compañía evaluar las competencias de la actual dirección para los planes de sucesión y los de desarrollo para que cubran las brechas que se logren identificar dentro de la organización.

Estrategia

Debido a la caída del precio internacional del oro, una de las opciones para poder compensar las posibles pérdidas de la compañía es ampliar la producción, pero con enfoque primordial hacia Hemco, la nueva adquisición del Grupo Mineros que está ubicada en Nicaragua, para llevarla en un período de tres años a partir del año 2014 a representar el 50% de sus negocios totales; en la actualidad representa el 36%. Para cumplir dicho objetivo se destinarán USD20 millones para modernizar la planta, mejorar los procesos internos y realizar nuevas labores de exploración con el fin de aumentar las reservas que en el presente posee; con esta inversión se espera que se fortalezca Hemco en Centroamérica. De manera adicional, Mineros no descarta otras opciones de negocio en países como Perú, Brasil, Ecuador y Panamá.

Datos básicos de los competidores

Los principales competidores para Mineros S. A. son las multinacionales mineras, en especial canadienses, debido a sus estructuras, sus capitales financieros y sus largas trayectorias en el mercado. Los principales países productores de oro son: China, Australia, Estados Unidos, Rusia, Sudáfrica, Perú y Canadá, y los de plata son México, Perú, China, Australia, Rusia, Chile y Bolivia. En la lista de las diez empresas de mayor producción de oro, según 10 empresas de producción minera de oro más importantes del mundo en 2014 (2015), se encuentran:

Barrick Gold Corporation: su sede principal está ubicada en la ciudad de Toronto, Canadá. Tiene más de 23 minas operativas en Estados Unidos, Canadá, Australia, Argentina, Chile, Papúa, Nueva Guinea, República Dominicana y Zambia (Barrick, s.f.). Su producción en 2014 fue de 6.249.000 onzas de oro, de las cuales el 50% las obtuvo en Estados Unidos y Canadá, el 25% en Australia y varios países del Pacífico, el 19% en Sudamérica y el 6% restante en África; el total de sus costos es de USD864 la onza y generó USD2.300 millones de flujo de caja operacional. Para el año 2015 se espera una producción anual de 6,2 a 6,6 millones de onzas de oro con costos de producción, en el esquema de todo incluido, de USD\$860 a USD\$895 la onza (Barrick, 2015).

Newmonton Mining: su sede principal está en Greenwood Village, Colorado, Estados Unidos; tiene operaciones en América del Norte, América del Sur, Asia, Australia y África. Su producción en 2014 fue de 5.231.000 millones de onzas de oro, de las cuales el 31% son de América del Norte, el 19% de América del Sur, el 32% de Australia y Nueva Zelanda, 1% de Indonesia y el 17% de África. Al 31 de diciembre de 2014 tenía oro de reservas probadas y probables atribuibles de 82,2 millones de onzas. De sus ventas en los años 2014, 2013 y 2012, fueron atribuibles al oro, en su orden, 90%, 91% y 91% (Newmonton, 2015).

AngloGold Ashanti: es una de las tres compañías más importantes de producción minera en el mundo. Tiene operaciones en cuatro regiones: América (Argentina, Brasil, Estados Unidos y Colombia), África (Ghana, Guinea, Malí, República Democrática del Congo y Tanzania), Suráfrica (Vaal River-Great Nalga, Kopanang, Moab Khosong, Surface Operations, West Wits- Mponeng, Savuka y Tautona) y en Australia (dos minas en Tropicana). La producción de oro en el año 2014 fue de 4.436.000 millones de onzas de oro, superior en 8% a la del año anterior (AngloGold Ashanti, 2015).

Goldcorp, Kinross Gold: su sede principal está en Canadá y tiene minas y proyectos en Brasil, Chile, Ghana, Mauritania, Rusia y Estados Unidos. Tuvo récord de producción en el año 2014 por 2.710.000 millones de onzas de oro. Para 2015 espera una producción de 2,4 a 2,6 millones de onzas de oro. Su principal objetivo es América, con una participación del 54%; siguen África Occidental, con el 17%, y el restante 29% en Rusia (Kinross, 2015a).

Newcrest Mining: su sede está en Australia; es una empresa líder en producción de oro en ese país y sus operaciones se han extendido más allá, por ejemplo, hasta Indonesia. En el año 2014 tuvo una producción de 2.396.023 millones de onzas de oro (Newcrest Mining Limited, 2015).

Navoi MMC: ubicada en Uzbekistán; sus subdivisiones están situadas en siete regiones de la república; extrae, en lo primordial, oro y uranio, y los yacimientos de dichos metales están concentrados en la región de Kyzylkum Central y están sujetas a la actividad de Navoi Minera y Metalúrgica. (Navoi MMC, 2015).

Gold Fields: la compañía tiene su sede en Johannesburgo, Sudáfrica; opera y tiene minas en Sudáfrica, Ghana, Australia y Perú. En 2014 tuvo una producción anual de 2.219.000 millones de onzas de oro (Gold Fields, 2015).

Polyus Gold: ubicada en Rusia; es uno de los mayores productores en ese país; la producción anual oscila entre 1,5 y 2 millones de onzas de oro (Polyus Gold, 2015).

Sibanye Gold: la palabra Sibanye significa somos uno; está ubicada en Sudáfrica; en la actualidad tiene operaciones de oro en la cuenca de Witwatersrand. En el año 2014 tuvo una producción de 1.589.000 millones de onzas de oro (Sibanye, 2015).

Otros competidores colombianos, pero no menos importantes, son las mineras locales, que en gran mayoría no son legales y tienen gran impacto social y ambiental; en Colombia, las licencias y permisos no son muy fáciles de tramitar y obtener, lo que aumenta en gran medida la competencia de dicho tipo de empresa en el país.

Tabla No 3. Análisis DOFA

FORTALEZAS	DEBILIDADES
<ul style="list-style-type: none"> • Empresa 100% colombiana, de alto reconocimiento y con una trayectoria de 40 años en el mercado; pertenece a un grupo empresarial consolidado, lo que la hace más competente. • Mineros tiene su propia planta de energía con que se abastece y su objetivo es vender el excedente al sistema interconectado. • Relaciones a largo plazo con proveedores y comunidades en general, sobre todo e locales. Se realizan jornadas de sensibilización en emprendimiento y estrategias de mercado y capacitaciones con el tema de “Empresa y derechos humanos”; ya se abarcó el 90% de la población hasta 2014. Tiene el programa de postconsumo para proveedores, para disminuir los residuos peligrosos, mitigar impactos, disminuir costos y ejercer responsabilidad antes terceros. También se les permite a los proveedores que visiten la planta; en la actualidad se hacen visitas cada dos meses para grupos de 10 a 15 proveedores. 	<ul style="list-style-type: none"> • Exposición constante a tensiones laborales por los grupos sindicalistas que aglomeran a una gran parte de la fuerza laboral, lo que disminuye las labores productivas. • Altos costos en mano de obra, debido a la cantidad de beneficios extralegales concedidos, pactados en la convenciones colectivas y a la escasa mano de obra calificada para este sector de la minería. • Posibles sanciones jurídicas y económicas relacionadas con problemas ambientales y de transporte que se puedan presentar ante dificultades puntuales y con la extracción y el transporte de la producción desde las minas hasta los puertos de embarque en las costas u otros puntos de entrega.

OPORTUNIDADES

- Este sector ha sido considerado por varios gobiernos una de las principales locomotoras de la economía, lo que es clave para aumentar la inversión extranjera directa y así generar divisas a través de las exportaciones.
- Con el gobierno actual de Juan Manuel Santos y su nuevo plan de impulso a la productividad y empleo (PIPE 2.0), en el que se incluye la minería y abarca, en lo primordial, mejoras a la infraestructura, incentivos tributarios, mayor agilidad en los tramites de licencias y permisos, entre otros aspectos
- Expansión en Latinoamérica con la compra de Hemco, empresa ubicada en Nicaragua, con la que se tiene proyectado aumentar la producción.
- Las nuevas tecnologías, que pueden ser aprovechadas para mejorar los procesos de ejecución con el fin de disminuir tiempos y riesgos.

AMENAZAS

- Medidas del sector ambiental más exhaustivas que pueden desacelerar la capacidad de crecimiento del sector y hacer más complejas las relaciones entre los productores y las autoridades competentes.
- Caída en los precio internacionales de algunos metales preciosos, en lo fundamental del oro, debido a la baja en la demanda de dicho metal y a la tendencia hacia la mejora de la economía estadounidense
- Explotación ilegal de oro, que cada vez se acentúa más y aun no hay medidas estrictas para combatirla de manera que todas las partes se benefician.
- Caída del precio del dólar debido a que la empresa realiza el 100% de sus ventas a clientes del exterior.
- Daños por actos malintencionados de terceros: actividad terrorista.

Fuente: elaboración propia

ANALISIS COMPARATIVO

A continuación, se relaciona una lista de las empresas que se consideran comparables con Mineros S. A. porque se dedican sobre todo a la producción de oro. Algunas de ellas cuentan con sede en Colombia, como es el caso de AngloGold Ashanti, lo que afecta en forma directa a la compañía en estudio.

Según el diario Mining Press de Chile, las siguientes compañías se encuentran entre las principales productoras del mundo en el año 2014 (Las 10 principales productoras de oro en el mundo, 2015).

- **Barrick Gold Corp (canadiense):** se considera la mayor productora de oro en el mundo. En Latinoamérica, sus principales participaciones son las minas Pierina y Lagunas Norte, en Perú, la mina Veladero, en Argentina, el proyecto Pascua Lama, en Chile y Argentina, el proyecto Cerro Casale, en Chile, la mina de cobre Zaldívar, también en Chile, y el proyecto Pueblo Viejo, en República Dominicana (Barrick, 2015a). En comparación con el valor para 2013, de 7,17 millones de

onzas, la producción de oro de Barrick se redujo un 13%, sobre todo por la caída significativa de la producción en su mina Cortez (-33%), así como a causa de una serie de minas de oro en Australia y Estados Unidos que la compañía vendió durante el año.

- **Newmont Mining Corporation (Estados Unidos):** ocupa el segundo lugar en la competencia mundial de oro; se dedica a la exploración y producción de oro y cobre. Su operación se concentran en Perú y Surinam (Newmont Mining, 2015). En el año 2014 produjo alrededor de 4,85 millones de onzas de oro, lo que representa un descenso del 4% en comparación con 2013 (5,07 millones de onzas), debido a una disminución significativa de la producción de oro en las operaciones de América del Norte (-16%) y la disminución en las operaciones de Australia y Nueva Zelanda de Newmont (-6%).
- **AngloGold Ashanti Limited (canadiense):** tiene presencia en Colombia. Es la tercera productora de oro en el mundo, con 406 títulos asignados en el país, entre los cuales, sus principales son la Colosa, en el Tolima, Quebradona y Gramalote, en Antioquia, Salvajina, en el Cauca, la Llanada, en Nariño, Chaparral, en el Tolima, y Río Dulce en Antioquia (Rugeles, 2015). En 2014 la compañía extrajo y exportó 4,44 millones de onzas de oro, o sea un 8% más del total de 2013 (4,11 millones de onzas).
- **Gran Colombia Gold Corp. Inc. (canadiense):** se dedica a la producción de oro y plata subterránea en Colombia. Produjo 2,87 millones de onzas de oro en 2014, incluyendo operaciones discontinuadas, o sea un 7,5% más que en 2013 (2,67 millones de onzas). El incremento se debió al desarrollo de la producción en Peñasquito (México, +41%) y Pueblo Viejo (República Dominicana, +36%) y la puesta en marcha de Cerro Negro (Argentina) y Eleonore (Canadá).
- **Kinross Gold Corporation (canadiense):** la compañía tiene operaciones en Chile, Brasil, Rusia, Ghana, Mauritania y Estados Unidos (Kinross, 2015b). Es la quinta en la clasificación mundial de producción de oro. Produjo 2,71 millones de onzas de oro equivalente en 2014. Este volumen supera de manera somera la orientación de Kinross de 2.5 a 2.7 millones de onzas de oro equivalente y fue un 3% superior del total de producción de 2013 los totales de producción (2,63 millones de onzas de oro equivalente).
- **Newcrest Mining Limited (Australia):** produjo alrededor de 2,33 millones de onzas de oro en 2014, que fue un 1% inferior a la cantidad similar de 2013 (2,36 millones de onzas). (Newcrest Mining, 2015).
- **Gold Limited (sudafricana):** produjo 2,22 millones de onzas de oro en 2014, o un 10% más que en 2013 (2,02 millones de onzas). Este aumento se debe sobre todo a la inclusión de la producción de un año a partir de los activos Yilgarn Sur en 2014, en comparación con solo una cuarta parte en 2013. (Gold, Limited 2015).
- **Polyus Gold International (Rusia):** produjo 1,7 millones de onzas de oro, un aumento del 3% en comparación con su cifra de 2013: 1,65 millones de onzas. (Polyus, 2015).

- **Sibanye Gold Limited (Sudáfrica):** en 2014 produjo 1,59 millones de onzas de oro, o un 11% más que en 2013 (1,43 millones de onzas). (Sibanye Gold, 2015a).
- **Agnico Eagle Mines Ltd (canadiense):** tiene sus operaciones en México, Finlandia y Canadá. Su producción en oro la realiza a partir de operaciones subterráneas. Su producción del metal se incrementó en un asombroso 30%, al pasar de 1,1 millones de onzas en 2013 a 1,43 millones de onzas en 2014, gracias a las nuevas minas que entraron en funcionamiento, incluida la Goldex (Canadá) y la India (México), así como la adquisición de 50% en la mina Canadian Malartic. (Agnico, 2015).

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

Incentivos y remuneración de la alta gerencia

Para la empresa es importante el capital humano; por esta razón, busca que de manera justa sean beneficiados los intereses de los empleados y sus familias, así como también la estabilidad económica de la compañía. En aras de buscar el cumplimiento de este objetivo, la empresa firma con los trabajadores cada dos años convenciones colectivas de trabajo en las que se pactan, de manera cordial y respetuosa entre las partes, aumento salarial, bonificaciones y auxilios en educación y salud, entre otros aspectos. Para citar un ejemplo: en abril del año 2015 se convino un aumento salarial para el primer período de vigencia de 5,7%, con una bonificación de \$1.400.000; para el segundo período, a partir de mayo de 2016, el aumento será equivalente al aumento del salario mínimo legal de dicho año más un punto porcentual, con un aumento garantizado de 4%.

De acuerdo con el código de buen gobierno hay unas políticas generales de remuneración:

La remuneración para los miembros de Junta Directiva es definida cada año por la propia Asamblea General de Accionistas. Esta remuneración se asigna por sesión a la que asiste el miembro de Junta.

Los Gerentes son remunerados de acuerdo con la evaluación del desempeño de su gestión y acorde con las políticas definidas por la Junta Directiva en cada período anual.

Los otros ejecutivos se remuneran de acuerdo con la valoración objetiva y relativa de sus cargos, utilizando para ello un sistema de valoración por puntos que permite asignarles un rango de remuneración dentro de una estructura salarial definida por la Empresa de forma general.

De acuerdo con tablas estándares previamente definidos se otorgan los siguientes incentivos:

- Subsidios para pólizas de salud.
- Auxilios por ahorro vacacional.
- Prestamos de bienestar social, con base en reglamentos generales adoptados por la sociedad (Mineros, s.f).

Trayectoria de la alta gerencia: formación y experiencia.

Hasta inicios del año 2015 estaba como gerente general la economista Beatriz Uribe

Restrepo, que tenía una trayectoria de 15 años en la compañía. Entre sus principales logros estuvieron la dimensión empresarial, la estrategia de crecimiento y las bases para una minería sostenible y responsable. Tuvo que enfrentar épocas en las que el conflicto armado estaba en auge en las zonas en las que trabaja Mineros. Es una mujer inteligente, valiente y con posición firme que supo sacar a la compañía adelante y, además, implementar sistemas de gestión de calidad, ambiental, de seguridad, industrial y de salud ocupacional.

En su reemplazo ingresó el ingeniero Andrés Restrepo Isaza, que se venía desempeñando desde mayo de 2014 como vicepresidente ejecutivo. Es ingeniero de producción de la Universidad EAFIT y tiene maestría en Administración Pública de Harvard University; su experiencia para gerenciar empresas, equipos comerciales y de mercadeo le han permitir componer grupos de acuerdo con la premisa de liderazgo y enfoque estratégico. A lo largo de su carrera profesional ha desempeñado varios cargos directivos en las empresas Orbitel, Edatel, Brinsa, AIA Ingenieros y ANDI, entre otras (Mineros, 2015b).

Posibles planes de sucesión (gestión de profundidad)

Según las memorias de sostenibilidad (Mineros, 2015d), entre los retos que tiene la compañía para el año 2015 se encuentra el de “desarrollar un proyecto de liderazgo que le permita a la compañía evaluar las competencias de la dirección media y establecer planes de sucesión y planes de desarrollo que cubra las brechas identificadas”.

Análisis del gobierno corporativo

Para la compañía son de vital importancia las prácticas de buen gobierno corporativo que permiten dar credibilidad a los usuarios. Entre los aspectos importantes se encuentran la preservación del medio ambiente, los principios éticos y de conducta, la responsabilidad social y el adecuado manejo de riesgos y compensaciones.

Además, cuenta con una línea ética que se utiliza para recibir información de malos manejos o casos en los que se incumplan los aspectos relacionados con gobierno corporativo.

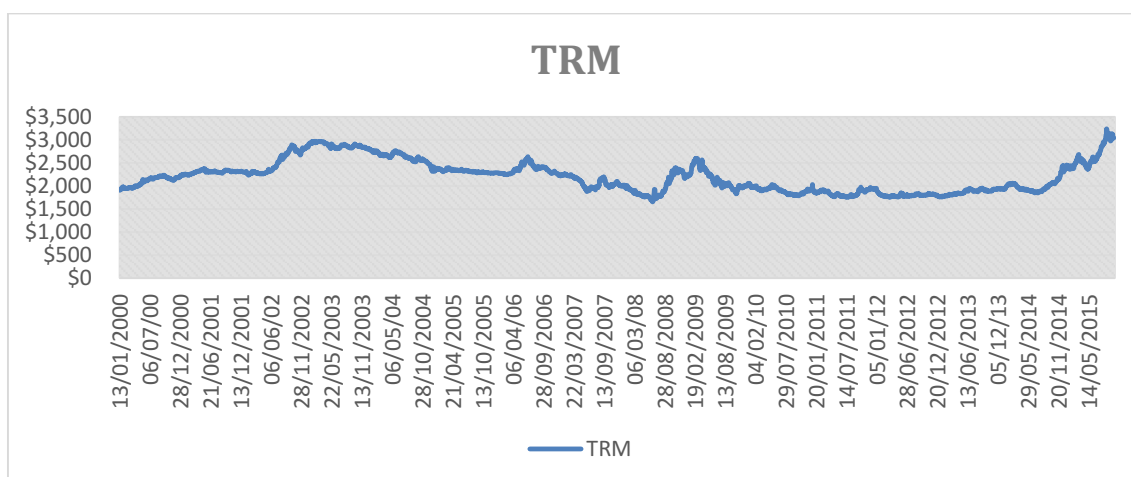
Desempeño financiero histórico (variables financieras más importantes que permitan entender el negocio)

Es importante analizar la dependencia que tiene el precio del oro en variables como el precio del dólar americano, fenómeno en el que se presenta una relación inversa entre ambos; además, el nivel de inflación, el crecimiento de la economía y las tasas de interés. Es claro que, si se miran las proyecciones, los riesgos externos son más notables, por lo cual la tasa de cambio comienza a jugar un papel crucial en Mineros S. A. puesto que sus clientes actualmente son de fuera del país; si la TRM es alta, mejoran sus utilidades, puesto que sus ingresos son en dólares y sus gastos en pesos; sin embargo, cuando es necesario importar maquinaria, el alza de la tasa de cambio no es favorable debido a que hay incremento en los costos de la compañía.



Gráfica 4. Precio histórico del oro

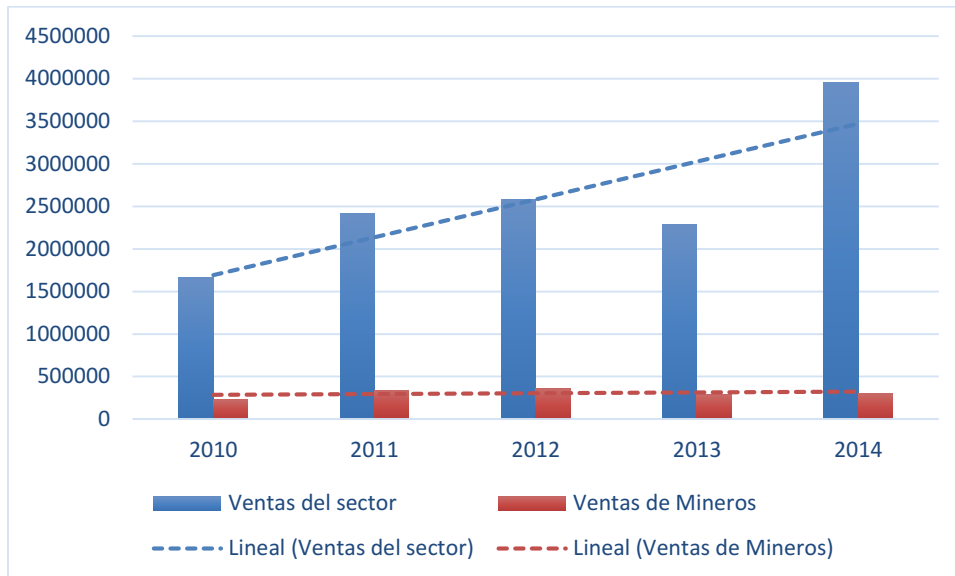
Fuente: Investing.com (Julio 2015)



Gráfica 5. Tasa representativa del mercado (TRM) histórica (2000 a 2015)

Fuente: elaboración propia con base en Banco de la República (Julio 2015)

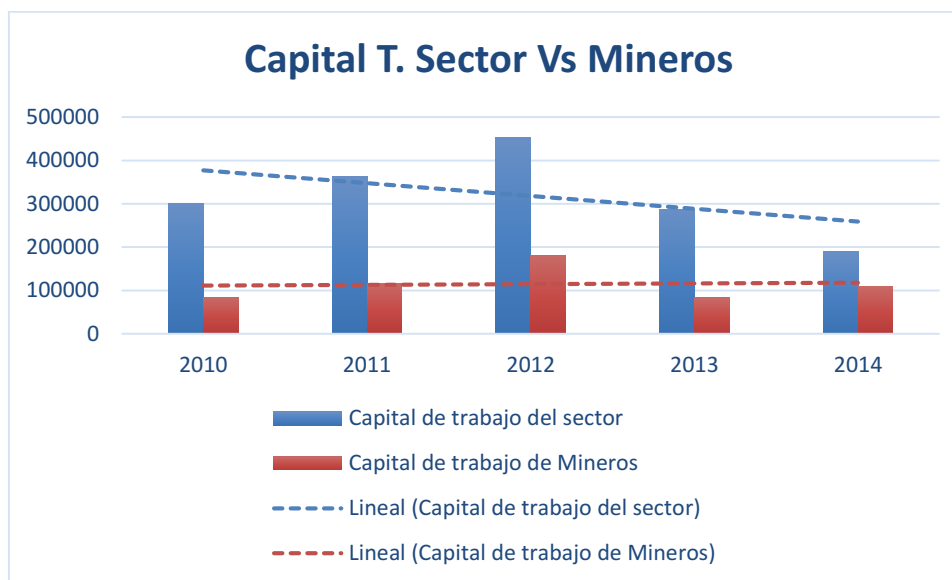
Como se puede observar en las gráficas anteriores, al comparar el precio histórico del oro con la tasa representativa del mercado (TRM) se puede advertir el movimiento inverso de dichas variables; por ejemplo, para el año 2012, cuando el oro tuvo sus mejores momentos, la TRM experimentó una tendencia a la baja debido a que los inversionistas prefirieron comprar oro en vez de títulos en dólares. Desde el año 2013 se observa la tendencia alcista para la TRM, la que para el año 2015 llegó a superar los \$3.000, mientras que el precio internacional del oro bajó, a causa, en lo fundamental, a que la economía de Estados Unidos había mejorado por diversas decisiones, políticas, y económicas y ello había generado confianza y optimismo entre los inversionistas; otros motivos fueron la baja demanda del oro en países como China e India, que son los más poblados y de mayor consumo de del metal.



Gráfica 6. Ventas del sector versus las de Mineros

Fuente: elaboración propia con base en Bpr. Benchmark (2015)

Durante los últimos cuatro años, al comparar a Mineros S. A. con las del sector de la minería se constata que las ventas del sector se han incrementado y que Mineros muestra una tendencia conservadora constante.



Gráfica 7. Capital de trabajo del sector versus el de Mineros

Fuente: elaboración propia con base en Bpr. Benchmark (2015)

Como se puede observar en las gráficas anteriores, la empresa ha incrementado su capital de trabajo en comparación con el del sector y muestra una tendencia alcista, lo cual es favorable para los inversionistas, ya que el capital de trabajo tiene una relación directa con la capacidad de generar flujo de caja,

MINEROS S. A.			
PRINCIPALES ACCIONISTAS			
NÚMERO	IDENTIFICACIÓN (NIT)	NOMBRE	NÚMERO DE ACCIONES
1	9003583118	Vince Business Corp.	26.037.896
2	8600021839	Seguro de Vida Colpatría	23.894.375
3	8903006536	Corporación Financiera Colombiana S. A.	18.419.868
4	8600029454	Capitalizadora Colpatría S. A.	16.469.125
5	8909420760	Inversiones Maga Ltda. y Cía. S. en C.	15.138.579
6	8600021846	Colpatría Cía. de Seguros Patria S. A.	11.710.354
7	8002279406	Fondo de Pensiones Obligatorias (Colfondos Moderado)	9.562.339
8	8909170425	Negocios y Representaciones S. A. S.	9.073.129
9	32076978	Pilar Echevarría de Moreno	6.389.712
10	8002248088	Fondo de Pensiones Obligatoria (Porvenir Moderado)	6.048.622
Otros Accionistas			118.943.403

Tabla 4. Principales accionistas de Mineros S. A.

Fuente: elaboración propia con base en Mineros (octubre, 2015)

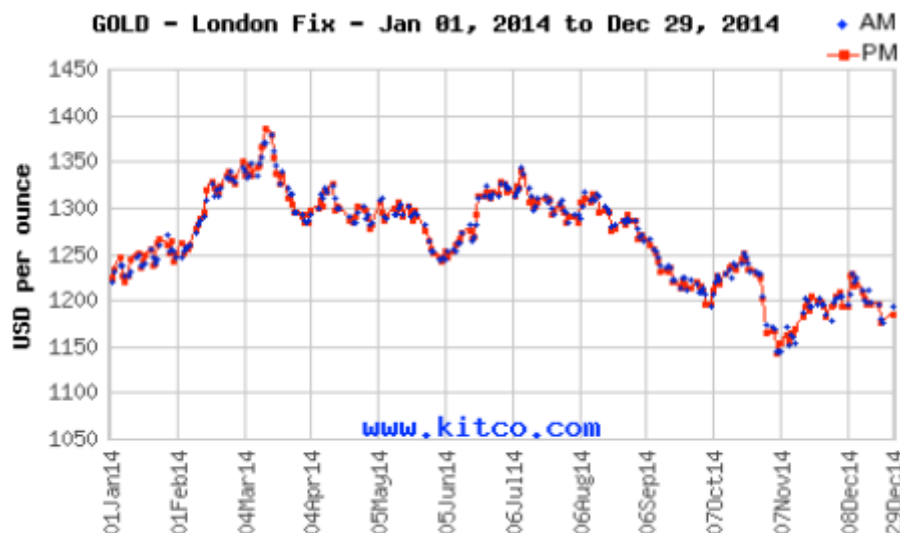
El total de las acciones de Mineros S. A. en circulación es de 261.687.402. La bursatilidad, según la Bolsa de Valores de Colombia, es alta, y la participación del índice es de 0,251%, para los últimos doce meses el rango de la acción estuvo entre \$1.400 y \$3.110.

La liquidez de la acción de Mineros es alta, según información de la Bolsa de Valores de Colombia, y como política de dividendos, la empresa decretó uno mensual de \$10 por acción durante el período de abril de 2015 a marzo de 2016, pagadero cada trimestre anticipado entre los días 10 y 20 del respectivo período por pagar.

RIESGOS DE INVERSIÓN

Riesgo de mercado (alto)

El precio del oro no ha estado en sus mejores momentos, pese a las estimaciones de la economía en el mundo. En el año 2014 presentó un aumento, pero no fue tan significativo como se esperaba; sin embargo, tras la caída en 2013, el máximo valor fue de USD1.385/onza. y el mínimo fue de USD1.142/onza. Para Mineros S. A., sin embargo, según lo que expresa el presidente de la compañía, Andrés Restrepo, tal hecho no es una amenaza porque sus ventas se realizan en dólares y con cambio de la moneda local se perciben mayores ingresos, mientras que los costos de producción se expresan en pesos colombianos, todo lo cual se refleja en un buen margen de utilidad; por otra parte, es importante mencionar que dicho riesgo se ve mitigado de alguna forma con el nuevo proyecto del actual gobierno, PIPE 2.0, que contribuye a la reducción de los costos de la empresa.



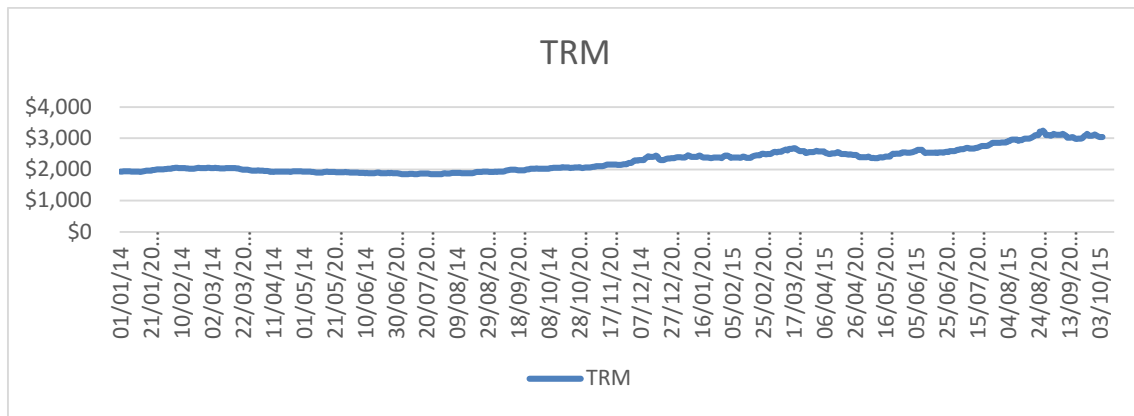
Gráfica 8. Comportamiento del oro en el año 2014

Fuente: Mineros (julio, 2015a)

Riesgo de tipo de cambio (medio)

El tipo de cambio es una variable que afecta en los sentidos favorable y desfavorable a Mineros S. A. Para el caso de sus ingresos, a una mayor tasa de cambio mayores ingresos para la compañía; por ejemplo: en el año 2014 el total de sus ingresos fue de \$302.308.612.000, que provinieron en su totalidad de clientes extranjeros (INTL Commodities Inc., de Estados Unidos, Metalor, de Suiza, y Auramet Trading LLC, de Estados Unidos); sin embargo, si la compañía necesita realizar importaciones de maquinaria u otros insumos resultaría costoso ante un tipo de cambio alto, puesto que incrementaría el costo de producción y reduciría sus utilidades.

En la siguiente gráfica se muestra el comportamiento de la TRM en el año 2014 y octubre 2015 tiene: una tendencia alcista que es favorable para la compañía.



Gráfica 9. Comportamiento de la tasa representativa del mercado (TRM) entre enero de 2014 y octubre de 2015

Fuente: elaboración propia con base en Banco de la República (octubre, 2015)

Riesgo de escasez de recursos naturales (bajo)

Mineros en la actualidad tiene operación en Colombia y desde el año 2013, con la compra Hemco, también en Nicaragua; dicha empresa está en la lista de las diez con mayor exportación del mencionado país y en la de las cien de mayor facturación en Centroamérica, lo que la hace muy atractiva para los inversionistas. Mineros tiene una proyección al año 2020 que le permitirá crecer en producción y rentabilidad; planea incursionar en América Latina con una exploración de manera responsable y sostenible. La empresa logra disminuir el riesgo de escasez de recursos naturales por medio de la búsqueda de su expansión a otros países; sin embargo, en Colombia aún hay muchas oportunidades y terrenos por explotar, debido a que el sector de la minería todavía está muy restringido en lo que respecta a las licencias y los permisos ambientales.

Hasta el año 2014, Mineros había realizado las siguientes inversiones y espera obtener yacimientos prefactibles de más de 300.000 onzas de oro con horizontes de vida de diez años.

Tabla 5. Resumen de inversión de Mineros S. A.

INVERSIÓN	2011	2012	2013	2014
EXPLORACIÓN (USD)	25.000.000	20.000.000	20.000.000	20.000.000

Fuente: Mineros (s. f.)

Riesgo operativo (alto)

Las maquinarias tan especializadas que necesita Mineros S. A. tienen un riesgo alto, puesto que no se consiguen en todos los países y las que tiene en la actualidad no es posible comprarlas porque se fabricaron solo una vez y, por lo tanto, cuando se deterioran se deben obtener los repuestos por partes, lo que genera mayor tiempo y sobrecostos para que sea posible volver a utilizarla.

Para la operación de la maquinas se necesita personal con alta capacitación y con experiencia para que los tiempos sean cortos y los procesos se hagan de manera eficiente y eficaz; para el efecto, Mineros capacita al personal en forma permanente y los contratos laborales son, en su gran mayoría, a término indefinido y con buenas remuneraciones, con el fin de reducir la rotación de personal en la empresa y mejorar los procesos operativos.

Para la buena operación se debe cumplir un estricto plan de manejo de seguridad industrial; al respecto, la empresa tiene la certificación OHSAS 18001 de gestión de la seguridad y salud en el trabajo.

Riesgo financiero (bajo)

Este riesgo es bajo para la empresa debido a que sus principales accionistas son entidades financieras como Colpatría y la Corporación Financiera Colombiana, lo que es un factor a favor puesto que en el momento en que la empresa requiera una inversión grande para explorar, explotar o comprar empresas, no va a tener inconvenientes por liquidez, lo que le va a permitir crecer y ampliar su mercado.

Riesgo legal (medio)

En la ley 685 de 2001, mediante la cual se expidió el Código de Minas, en su artículo 1 expone que dicha norma tiene como objetivo fomentar la exploración técnica y la explotación de los recursos mineros de propiedad tanto estatal como privada, con el propósito de estimular la mencionada actividad según los requerimientos de las demandas interna y externa , así como el buen aprovechamiento, para que se realice en forma racional la explotación de los recursos naturales y sirva para el desarrollo económico y social del país.

Esta reglamentación de política pública está fundamentada, en lo primordial, en tres pilares:

- Administración del recurso minero
- Mejoramiento de la productividad y de la competitividad sostenible
- Promoción del país minero

Riesgo sindical (alto)

Mineros S. A. es una empresa que se preocupa por el bienestar de sus trabajadores. Por esta razón en la compañía se llevan a cabo negociaciones de convenciones colectivas cada dos años para atenuar los conflictos con los trabajadores. La última fue firmada en abril de 2015 y estará vigente hasta el 30 de abril de 2017. Se considera un riesgo importante debido a que las huelgas de los trabajadores perjudican la producción y, por lo tanto, los ingresos de la compañía. Por ejemplo, en el año 2013 hubo un paro de 79 días que redujo en un 2% anual la producción total de la empresa.

Riesgo de procesos internos (bajo)

Mineros S. A. se encuentra certificada en ISO 9001 en gestión de calidad, en ISO 14001 en gestión ambiental y en OHSAS 18001, que es un certificado de seguridad industrial y salud ocupacional, que le permiten hacer una minería sostenible y responsable en cuanto al manejo de los riesgos del medio ambiente y de sus trabajadores.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS**Escenario macroeconómico**

Para las proyecciones financieras de Mineros S. A. a diez años a partir del año 2015 se tomaron como base los indicadores como producto interno bruto (PIB) de la minería de Fedesarrollo (2015) y el índice de precios al consumidor (IPC), así como el reporte del Grupo Bancolombia (2016). Dado que el mismo tiene expectativas hasta 2020, y el presente informe va hasta 2024, para los siguientes cuatro años se dejó constante el último valor pronosticado.

Para la tasa representativa del mercado (TRM) a partir de 2021 no fue posible encontrar valores proyectados por analistas financieros; por lo tanto, se utilizó la fórmula de proyección de tasa de cambio siguiente:

$$\Delta TCPPA = \frac{1 + i_{Col}}{1 + i_{USA}} - 1$$

Donde

$\Delta TCPPA$ = variación porcentual en la tasa de cambio de paridad de poder adquisitivo a lo largo de un año

i_{Col} = tasa de inflación de Colombia proyectada para 2020 (Grupo Bancolombia, 2016).

i_{USA} = tasa de inflación de Estados Unidos proyectada para 2020 (Knoema, 2016).

Tabla 6. Proyecciones de indicadores macroeconómicos

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
PIB de la minería (variación anual)	0,60%	-3,60%	-2,50%	-2,50%	-2,50%	-2,50%
Inflación (variación anual en el IPC)	6,77%	4,40%	3,10%	3,10%	3,00%	3,00%
Tasa de cambio: de USD a \$ (fin de año)	3.245	3.340	3.316	3.059	2.846	2.835
Tasa de referencia del Banco de la República (fin de año)	5,75%	6,25%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%

Nota: P = proyección

Fuente: elaboración propia con base en Grupo Bancolombia (2016)

Tabla 7. Continuación de las proyecciones de indicadores macroeconómicos

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS	2021P	2022P	2023P	2024P
PIB (variación Anual)	4,60%	4,50%	4,50%	4,40%
Tasa de cambio: de USD a \$ (fin de año)	2.868	2.902	2.936	2.971

Nota: P = proyección

Fuente: elaboración propia con base en Grupo Bancolombia (2016)

Para la proyección de los precios del oro y la plata para los años de análisis se tomaron como fuente los promedios en la información publicada por distintas entidades y diversos analistas financieros que se detallan en la declaración de fuente de las tablas 8 y 9 y que van hasta el año 2020 y para los siguientes años (2021 hasta 2024) se tomó como base el dato publicado por el Banco Mundial (s.f.).

Tabla 8. Proyecciones del precio del oro**PROYECCIÓN DEL PRECIO DEL ORO**

ANALISTA FINANCIERO	FECHA DE LA ESTIMACIÓN	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
		USD/OZ	USD/OZ	USD/OZ	USD/OZ	USD/OZ	USD/OZ	USD/OZ	USD/OZ	USD/OZ	USD/OZ
BNP Paribas	9/10/2015		975	900							
Bank CIBC de Canadá	10/9/2015		1.150	1.200							
Bloomberg	1/29/2016		1.116	1.123	1.133	1.145					
The Economy Forecast Agency	1/11/2016		991	927	828	735	749				
Banco Mundial	1/26/2016	1.060	999	975	952	929	907	907	907	907	907
	Promedio	1.060	1.046	1.025	971	936	828	907	907	907	907

Fuente: elaboración propia con base en BNP Paribas (2015), Bank CIBC de Canadá (2015), Bloomberg (2016.), The Economy Forecast Agency (2016) y Banco Mundial (2016)

Tabla 9. Proyecciones del precio de la plata**PROYECCIÓN DEL PRECIO DE LA PLATA**

ANALISTA FINANCIERO	FECHA DE LA ESTIMACIÓN	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
		USD/OZ	USD/OZ	USD/OZ	USD/OZ	USD/OZ	USD/OZ	USD/OZ	USD/OZ	USD/OZ	USD/OZ
The Economy Forecast Agency	1/11/2016		12,89	11,68	10,30	8,75	8,37				
Bank CIBC de Canadá	10/9/2015		15,00	16,00							
Banco Mundial	1/26/2016	13,81	13,01	12,99	12,97	12,96	12,95	17,0	17,0	17,0	17,0
Bloomberg	1/29/2016		14,28	14,44	14,64	14,84					
Revista Oro y Finanzas	3/6/2015		34,87	34,16	32,36	31,21	27,60				
	Promedio	13,8	18,0	17,9	17,6	16,9	16,3	17,0	17	17	17

Fuente: elaboración propia con base en Bank CIBC de Canadá (2015), Bloomberg (2016), The Economy Forecast Agency (2016), Banco Mundial (2016) y Oro y Finanzas (2015)

Proyecciones de ventas

Para las ventas se supone que toda la producción se vende; por la tanto, los ingresos corresponderán al volumen fabricado multiplicado por el precio proyectado en USD/onza troy. El crecimiento del volumen de ventas de oro y de plata se estimó con base en el ponderado entre el PIB proyectado de minería para Colombia y el promedio histórico de ventas de los últimos cuatro años de Mineros S. A.

Para Nicaragua se tuvo en cuenta el promedio histórico de crecimiento de producción de los últimos diez años, así como también el promedio de crecimiento desde 2013, año a partir del que Hemco hace parte de Mineros. Para el período de 2019 en adelante se proyectó una producción de 120.000 onzas troy, con fundamento en la información del informe financiero anual del año 2014, en el que formula es el objetivo que tiene Mineros acerca de la producción de su empresa en Nicaragua.

Tabla 10. Porcentaje de incremento del volumen de ventas de oro en Colombia de Mineros S. A.

VARIABLES PARA EL ORO EN COLOMBIA	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P A 2024P
PIB de la minería en Colombia	0,60%	-3,60%	-2,50%	-2,50%	-2,50%	-2,50%	-2,50%
Crecimiento promedio de la producción	5,02%	5,02%	5,02%	5,02%	5,02%	5,02%	5,02%
PONDERADO DEL CRECIMIENTO DE LAS VENTAS	5,655%	1,244%	2,399%	2,399%	2,399%	2,399%	2,399%

Nota: P = proyección

Fuente: elaboración propia con base en Fedesarrollo (2015)

Tabla 11. Porcentaje de incremento del volumen de ventas de plata en Colombia de Mineros S. A.

VARIABLES DE LA PLATA en COLOMBIA	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P A 2024P
PIB de la minería en Colombia	0,60%	-3,60%	-2,50%	-2,50%	-2,50%	-2,50%	-2,50%
Crecimiento promedio de la producción	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%
PONDERADO DE CRECIMIENTO LAS VENTAS	-	-	-	-	-	-	-6,040%

Nota: P = proyección

Fuente: elaboración propia con base en Fedesarrollo (2015)

Tabla 12. Porcentaje de incremento del volumen de ventas para Hemco (Nicaragua)

VARIABLES DEL ORO EN NICARAGUA	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P A 2024P
Promedio de producción en Nicaragua	13,73%	8,99%	8,99%	8,99%	8,99%	8,99%	8,99%
PONDERADO CRECIMIENTO VENTAS	13,726%	8,990%	8,990%	8,990%	8,990%	8,990%	8,990%

Nota: P = proyección

Fuente: elaboración propia con en Mineros S. A. (2015b)

Además, para el estimado de producción de oro aluvial se tuvo en cuenta la proyección que la empresa planteó en el informe financiero año 2014 (Mineros S. A., 2015b):

La disminución esperada en operación aluvial se debe a un cambio de política de explotación definida por la junta directiva con base en expectativas de vida del yacimiento y buscando que, al trabajar tenores más bajos, ésta pueda extenderse a 16 años, teniendo en cuenta la información actual sobre reservas y propiedades mineras... Al 31 de diciembre de 2014 las reservas minerales del aluvión entre reservas probadas, recursos medidos e indicados, totalizan 337 millones de metros cúbicos con 1.342.310 onzas de oro fino equivalente... De otro lado, nuestro esfuerzo se concentrará en incrementar los recursos de la operación de Hemco Nicaragua S. A. (Mineros S. A., 2015b)

Es decir, en promedio la fabricación aluvial anual para 16 años sería de 83.894 onzas de oro, lo cual está de acuerdo con los estimados de producción calculados en el análisis.

Tabla 13. Proyección de ventas de oro para Mineros S. A.

Proyección de ventas de oro	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Precio de la onza de oro (USD)	1.060	1.046	1.025	971	936	828	907	907	907	907
Producción aluvial de oro (onzas)	83,375	84,412	86,437	88,510	90,634	92,808	95,034	97,314	99,649	102,039
Producción subterránea de oro (onzas)	24,647	24,954	25,552	26,165	26,793	27,436	28,094	28,768	29,458	30,164
Producción de oro	73,840	80,479	87,714	95,600	104,195	120,000	120,000	120,000	120,000	120,000
Total de producción de oro	181,862	189,844	199,703	210,275	221,621	240,244	243,128	246,082	249,106	252,204
Ingresos (miles de USD)	192,817	198,618	204,679	204,154	207,524	198,902	220,517	223,196	225,940	228,749
TRM proyectada	3,245	3,340	3,316	3,059	2,846	2,835	2,868	2,902	2,936	2,071
Ingresos (millones de \$)	625,598	663,385	678,715	624,507	590,613	563,886	632,54	647,77	663,46	679,63

Nota: P = proyección

Fuente: Elaboración propia con información de pronóstico de precio de oro y plata de varios analistas.

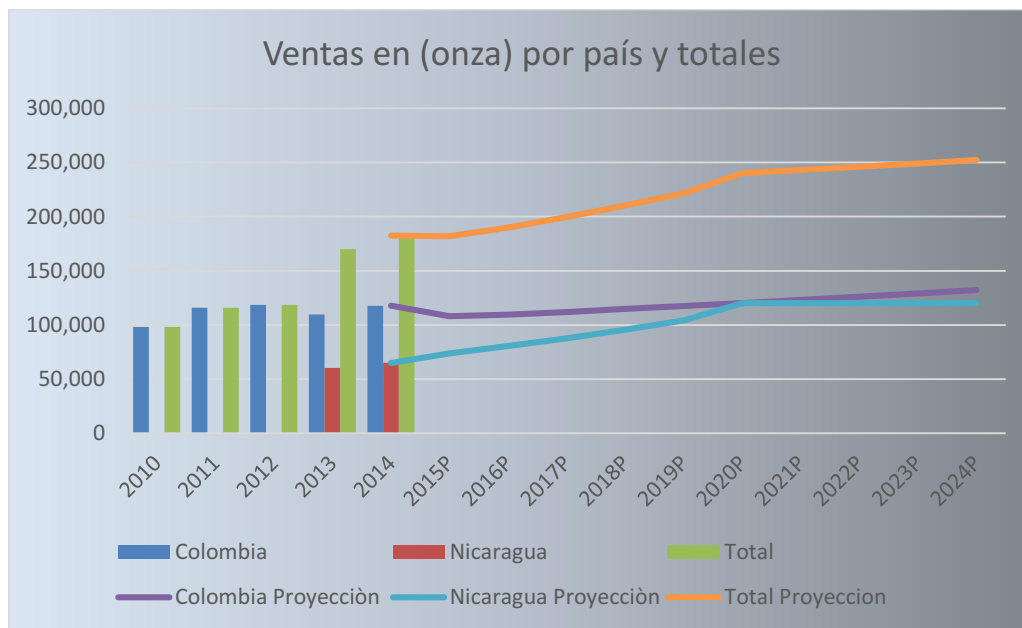
Tabla 14: Proyección de ventas de plata y de ingresos totales de Mineros S. A.

Proyección de ventas de plata	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Precio de la onza de plata (USD)	13,81	18,01	17,85	17,57	16,94	16,3	17	17	17	17
Producción de plata (onzas)	72,631	67,474	63,398	59,569	55,970	52,590	49,413	46,428	43,624	40,989
Ingresos (miles de USD)	1,003.03	1,215.27	1,131.90	1,046.52	948.18	857.45	840.02	789.28	741.6	696.81
TRM proyectada	3,245	3,340	3,316	3,059	2,846	2,835	2,868	2,902	2,936	2,071
Ingresos (millones de pesos)	3,254	4,059	3,753	3,201	2,699	2,431	2,410	2,291	2,178	2,070

Total de ingresos de Mineros S. A. (millones de pesos)	628,852	667,444	682,469	627,709	593,311	566.32	634.95	650.06	665.64	681.70
--	---------	---------	---------	---------	---------	--------	--------	--------	--------	--------

Nota: P = proyección

Fuente: Elaboración propia con información de pronóstico de precio de oro y plata de varios analistas.



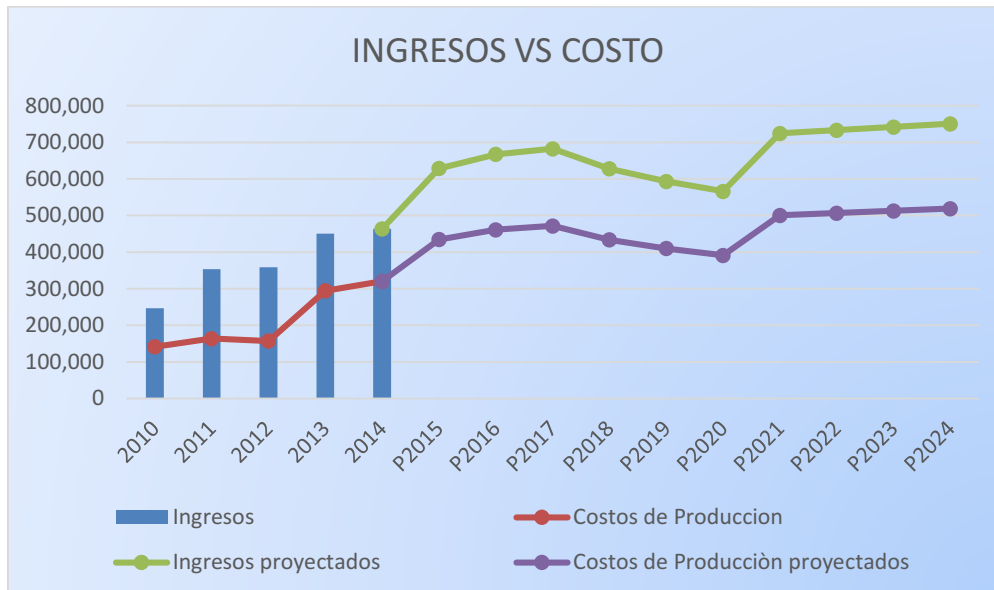
Gráfica 10. Comparativo de ventas históricas versus proyectadas

Fuente: elaboración propia con base en Mineros S. A. (2015a)

Supuestos de operación

Para la proyección de los costos de producción se supuso que los costos son variables; por lo tanto, su comportamiento depende del promedio de ventas de los últimos cinco años y del porcentaje de participación de los costos sobre las ventas.

Para los gastos de administración, que son fijos, se supuso que crecerán de acuerdo con el IPC proyectado; así mismo para lo referente a los ingresos y gastos no operacionales.



Gráfica 11. Comparativo de producción histórica versus proyectada

Fuente: elaboración propia con base en Mineros S. A. (2015a)

Supuesto de inversión

Según Andrés Restrepo, actual presidente de Mineros S. A., para Colombia en este momento no se ha decidido nada específico para invertir; sin embargo, se busca mantener la producción actual. Las fases de exploración se reducen a buscar proyectos que estén en fase avanzada o que necesiten inversión para iniciar la producción. Para el caso de Hemco, en la actualidad tiene producción de 70.000 onzas y se espera entre cuatro a cinco años llegar a 120.000 onzas de oro. Mineros está concentrada, en lo fundamental, a fusiones, adquisiciones y exploración en Nicaragua.

Se estimó en promedio un 69% del total del valor de las ventas para inversiones a largo plazo fuera y dentro del país debido a que su visión es ser líderes en Latinoamérica.

Para propiedad, planta y equipo se estima un crecimiento de acuerdo con el porcentaje de variación de un año a otro de las utilidades.

Las cuentas de diferidos, otros activos y valorizaciones están proyectados con el IPC aplicado al promedio de los últimos cinco años, con excepción de las valorizaciones, que se calcularon con el valor del año 2014, debido a que en 2012 se hicieron los avalúos de las maquinarias y el equipo y se ajustó a la TRM del año 2014.

El valor de las cuentas de intangibles se dejó constante debido a que se amortiza a diez años de acuerdo con la norma colombiana.

Para las cuentas de obligaciones financieras, se estimó la de cuentas por pagar hasta el año 2019, ya que la obligación termina en noviembre de dicho año (Mineros, 2015).A

partir del año 2022 se estima un préstamo por inversiones en activos fijos puesto que en 2021 se observa una mejoría en las utilidades de la empresa que se mantiene hasta 2024.

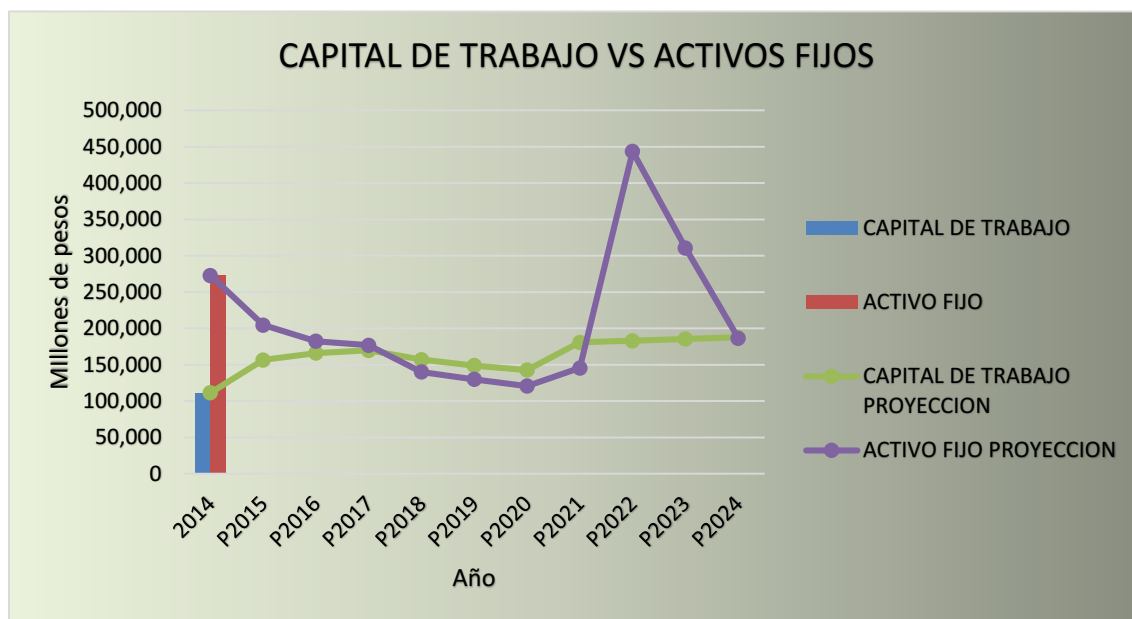
Las cuentas por pagar se proyectaron teniendo en cuenta la participación que tienen sobre las ventas y el promedio histórico de los últimos cinco años debido a que este rubro tiene relación directa con la producción.

Las cuentas de superávit de capital y revalorización del patrimonio se dejaron constantes, así como las reservas obligatorias, porque cumplen el requisito mínimo legal. Para el caso de las reservas ocasionales se incrementó en un 31% sobre el valor de las ventas destinados a reservas para protección de activos, acción social y nuevos proyectos, entre otros; se calculó al tomar como base la distribución de utilidades del informe financiero del año 2014.

Capital de trabajo

Para el capital de trabajo, en lo que respecta a disponible, deudores e inventarios, se hicieron los cálculos al tener en cuenta el crecimiento de las ventas y el incremento promedio de los últimos cinco años históricos.

A partir de 2021 Mineros S. A. tiene un incremento en las utilidades, razón por la cual se decidió que es una buena oportunidad para realizar inversiones en maquinaria y equipo.

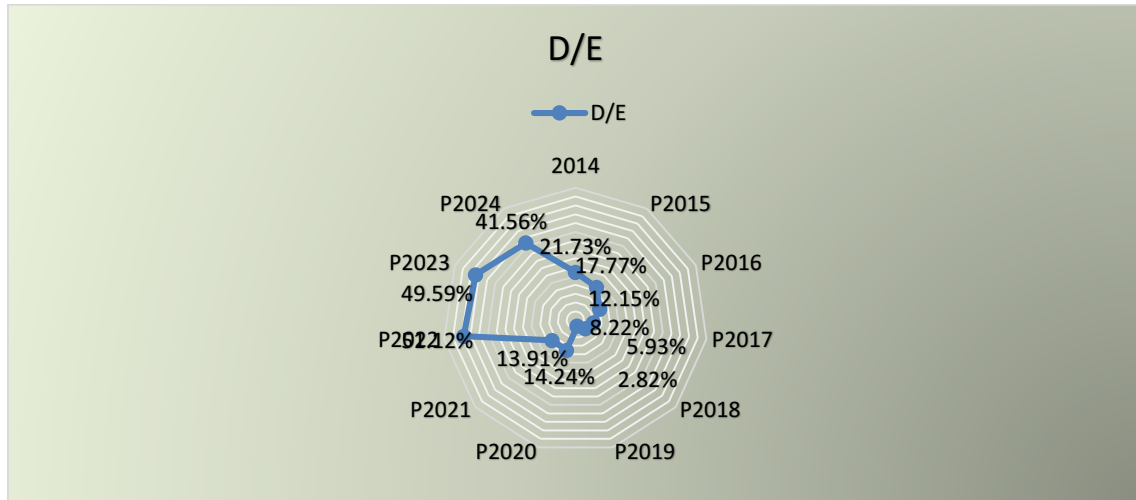


Gráfica 12. Capital de trabajo y activos fijos históricos versus proyectados

Fuente: elaboración propia con base en Mineros S. A. (2015a)

Hipótesis financieras

Debido a la inversión que se tiene proyectada en activos fijos a partir del año 2022, aumenta el porcentaje a 51,12% de la razón de deuda sobre patrimonio (D/E), que tenía antes entre un 8 y un 20%; el incremento se debe al endeudamiento por la inversión.



Gráfica 13. Comparativo entre valores histórico y proyectado de la razón entre deuda y patrimonio (D/E)

Fuente: elaboración propia con base en Mineros S. A. (2015a)

Impuestos

Para el sector extractivo rigen las mismas normas del estatuto tributario que aplican para todos los contribuyentes; entre ellas está el impuesto de renta del 25% sobre la utilidad neta, así como un impuesto sobre la renta para la equidad del 9%, adicional según lo dispuesto por la ley 1739 del año 2014; a partir del año 2015 se creó la sobretasa del CREE, que rige hasta 2018. Se hizo la proyección hasta 2018 con un promedio del 42% y de 2019 hasta 2024 solo del 34%. Además, se consultó el impuesto vigente en Nicaragua, con el fin de aplicar una proyección de impuesto ponderado de acuerdo con las ventas que se realizan en los dos países.

Tabla 15. Impuestos proyectados para Colombia y Nicaragua

PAÍS	CONCEPTO	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
COLOMBIA	Impuesto de renta	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
	Impuesto para la equidad	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
	Sobretasa CREE	5%	6%	8%	9%						
	TOTAL	39%	40%	42%	43%	34%	34%	34%	34%	34%	34%

PAÍS	CONCEPTO	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
NICARAGUA	Impuesto de renta	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%

PONDERADO DEL IMPUESTO PARA EL GRUPO	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	35%	35%	37%	37%	32%	32%	32%	32%	32%	32%

Fuente: elaboración propia con base en la ley 1739 de 2014, para Colombia, y en la legislación vigente en Nicaragua para dicho país

El impuesto a la riqueza se estima hasta el año 2018, de acuerdo con la ley 1739 de 2014, y se aplica según cálculo que exige la norma. Dicho valor se incluyó en el balance según información tomada del audio de la página web de Mineros S. A. de los resultados del primer trimestre de 2015.

Tabla 16. Impuesto de la riqueza proyectado solo para Colombia

PATRIMONIO	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
IMPUESTO A LA RIQUEZA	1,15%	1%	0,40%	1,50%						

Patrimonio bruto	633.284	680.936	698.298	714.399
Pasivo	222.084	193.337	183.155	168.604
Patrimonio líquido	411.201	487.600	515.143	545.795
Valor de impuesto	4.694	4.848	2.063	8.134

Fuente: elaboración propia con base en la ley 1739 de 2014

FUENTES DE INFORMACIÓN CONFIABLES

Agnico Eagle Mines Ltd (2015). *Las 10 principales productoras de oro del mundo*.

Recuperado el 11 de julio de 2015, de:

<http://www.miningpress.cl/nota/279618/top-10-las-principales-productoras-de-oro-del-mundo-barrick-al-podio>

AngloGold Ashanti (2015). *Las 10 principales productoras de oro del mundo*.

Recuperado el 11 de julio de 2015, de:

<http://www.miningpress.cl/nota/279618/top-10-las-principales-productoras-de-oro-del-mundo-barrick-al-podio>

AngloGold Ashanti (2014). *El oro: todo lo que debe saber en 100 preguntas*.

Recuperado el 19 de julio de 2015, de:

<http://www.anglogoldashanti.com.co/saladeprensa/Libros/ELORO.compressed.pdf>

AngloGold Ashanti (2015). *2014 Annual Financial Statements*. Recuperado el 23 de julio de 2015, de:

<http://www.anglogoldashanti.com/en/Media/Reports/Annual%20Reports/AGA-AFS14.pdf>

Banco de la República (s.f.). *Banco de la República*. Recuperado el 18 de julio de 2015, de: banrep.gov.co

Banco Mundial (s.f.). *Banco Mundial*. Recuperado el 26 de enero de 2016, de:

<http://pubdocs.worldbank.org/pubdocs/publicdoc/2016/1/991211453766993714/CMO-Jan-2016-Full-Report.pdf>

Barrick (2015). *Barrick reporta resultados del cuarto trimestre y todo 2014*.

Recuperado el 19 de julio de 2015, de: <http://barricklatam.com/barrick-reporta-resultados-del-cuarto-trimestre-y-todo-el-ano-2014/barrick/2015-02-19/123757.html>

Barrick (2015a). *Las 10 principales productoras de oro del mundo*. Recuperado el 11 de julio de 2015, de: <http://www.miningpress.cl/nota/279618/top-10-las-principales-productoras-de-oro-del-mundo-barrick-al-podio>

Barrick (s.f.). *Presencia. Barrick en Latinoamérica*. Recuperado el 11 de julio de 2015, de: <http://barricklatam.com/operaciones-y-proyectos/>

Bloomberg (2016). *Bloomberg*. Recuperado el 29 de enero de 2016, de: www.bloomberg.com

BNP (2015). *Gold price forecasts*. Recuperado el 10 de noviembre de 2015 de:

<http://www.goldinmind.com/gold-updates-news/gold-price-forecasts/banks/2015-09-11-bnp-paribas-bofa-merrill-lynch-jp-morgan-gold-price-forecasts.html>

Bank CIBC Canadian (2015). *Gold price forecasts*. Recuperado el 10 de noviembre de 2015 de: <http://www.kitco.com/news/2015-10-08/UBS-Any-Bounce-In-Platinum-Palladium-Ratio-Likely-To-Be-Limited.html>

Bolsa de Valores de Colombia, BVC (s.f.). *Bolsa de Valores de Colombia*. Recuperado el 29 de enero de 2016, de: <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/enlinea/acciones>

Bondsonline (s.f.). *Bondsonline*. Recuperado el 27 de enero de 2016, de: www.bondsonline.com

Bpr. Benchmark (2015). *Información financiera sectorial*. Recuperado el 15 de noviembre de 2015 de: https://bck.emis.com/mainview?sector_id=9999051&sv=BCK&pc=CO

Burke, G. (2014, 18 de febrero). *Demanda de oro cae por salidas desde fondos cotizados que superan demanda récord*. *BNamericas*. Recuperado el 20 de julio de 2015, de: <http://www.bnamericas.com/es/news/metales/demanda-de-oro-cae-por-salidas-desde-fondos-cotizados-que-superan-demanda-record>

Damodaran (s.f.). *Damodaran online*. Recuperado el 06 de febrero de 2016, de: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

10 empresas de producción minera de oro más importantes del mundo en 2014 (2015, 18 de mayo). *Oroyfinanzas.com* Recuperado el 16 de agosto de 2015, de: <https://www.oroymfinanzas.com/2015/05/10-empresas-produccion-minera-oro-mas-importantes-mundo-2014/>

Fedesarrollo (2015). *Tendencia Económica*. Recuperado el 26 de septiembre de 2015, de: http://www.repository.fedesarrollo.org.co/bitstream/11445/2496/2/TE_No_156%20y%20157_Junio-Julio_2015.pdf

Gold Fields(s.f). *Gold Field Profile. Enero 2015*. Recuperado el 19 de julio de 2015, de: https://www.goldfields.co.za/au_profile.php

Gran Colombia Gold (2015). *Las 10 principales productoras de oro del mundo*. Recuperado el 11 de julio de 2015, de: <http://www.miningpress.cl/nota/279618/top-10-las-principales-productoras-de-oro-del-mundo-barrick-al-podio>

Gold Limited (2015). *Las 10 principales productoras de oro del mundo*. Recuperado el 11 de julio de 2015, de: <http://www.miningpress.cl/nota/279618/top-10-las-principales-productoras-de-oro-del-mundo-barrick-al-podio>

Grupo Bancolombia (2016, 27 de enero.). *Investigaciones Económicas de Bancolombia actualiza sus proyecciones económicas para 2016*. Recuperado el 06 de enero de 2016, de: <http://www.grupobancolombia.com/wps/portal/empresas/capital->

inteligente/investigaciones-economicas/publicaciones/tablas-macroeconomicos-proyectados/

Investing.com (s.f.). *Oro futuros. Abril 2016*. Recuperado el 15 de julio de 2015, de: <http://es.investing.com/commodities/gold-streaming-chart>

Kinross (2015a). *Delivering results. Annual report 2014*. Recuperado el 19 de julio de 2015, de: <http://2014annualreport.kinross.com/>

Kinross (2015b). *Las 10 principales productoras de oro del mundo*. Recuperado el 11 de julio de 2015, de: <http://www.miningpress.cl/nota/279618/top-10-las-principales-productoras-de-oro-del-mundo-barrick-al-podio>

Knoema (2016). *US inflation forecast 2015-2020 and up to 2060, data and charts*. Recuperado el 19 de septiembre de 2015, de: <http://knoema.es/kyawad/us-inflation-forecast-2015-2020-and-up-to-2060-data-and-charts>

Mineros S. A. (s.f.). *Código del buen gobierno*. Recuperado el 28 de junio de 2015, de: <http://www.mineros.com.co/pdf/CodigoBuenGobierno.pdf>

Mineros S. A. (2011). *Informe financiero consolidado 2010*. Recuperado el 20 de septiembre de 2015, de: <http://www.mineros.com.co/pdf/informeFinanciero2010.pdf>

Mineros S. A. (2012). *Informe financiero consolidado 2011*. Recuperado el 20 de septiembre de 2015, de: <http://www.mineros.com.co/pdf/informeFinanciero2011.pdf>

Mineros S. A. (2013). *Informe financiero consolidado 2012*. Recuperado el 20 de septiembre de 2015, de: <http://www.mineros.com.co/pdf/InformeFinanciero2012.pdf>

Mineros S. A. (2014). *Informe financiero consolidado 2013*. Recuperado el 20 de septiembre de 2015, de: <http://www.mineros.com.co/pdf/InformeFinanciero2013.pdf>

Mineros S. A. (2015). *Información de producción consolidado 2014*. Recuperado el 19 de julio de 2015, de: <http://www.mineros.com.co/pdf/InformeFinanciero2014.pdf>

Mineros S. A. (2015a). *Informe financiero consolidado 2014*. Recuperado el 20 de septiembre de 2015, de: <http://www.mineros.com.co/pdf/InformeFinanciero2014.pdf>

Mineros S. A. (2015b). *Perfil del nuevo presidente de Mineros*. Recuperado el 28 de junio de 2015, de: <http://www.mineros.com.co/es/noticias/historico-de-noticias/283-mineros-sa-perfil-del-nuevo-presidente-de-mineros>

- Mineros S. A. (2015c). *Direccionamiento estratégico*. Recuperado el 01 de julio de 2015, de: <http://www.mineros.com.co/es/informacion-corporativa/direccionamiento-estrategico>
- Mineros S. A. (2015d). *Memorias de sostenibilidad 2014*. Recuperado el 28 de junio de 2015, de: <http://www.mineros.com.co/pdf/MemoriaSostenibilidad2014.pdf>
- Mineros S. A. (2015e,). *Hidroeléctrica de Mineros, certificada por Naciones Unidas*. Recuperado el 20 de julio de 2015, de: <http://mineros.com.co/es/noticias/historico-de-noticias/156-hidroelectrica-mineros-certificada>
- Navoi MMC (2015). *Sobre NMMC 2015*. Recuperado el 19 de julio de 2015, de: <http://www.ngmk.uz/en/about/about>.
- Newcrest Mining Limited (2015). *Annual report 2014*. Recuperado el 19 de julio de 2015, de: http://www.newcrest.com.au/media/annual_reports/FINAL_Annual_Report_2014_72dpi_web.pdf
- Newcrest Mining Limited (2015a). *Las 10 principales productoras de oro del mundo*. Recuperado el 11 de julio de 2015, de: <http://www.miningpress.cl/nota/279618/top-10-las-principales-productoras-de-oro-del-mundo-barrick-al-podio>
- Newmont (2015). *Delivering on our commitments*. Recuperado el 19 de julio de 2015, de: http://s1.q4cdn.com/259923520/files/doc_financials/annual/861753_as-printed-Annual-Report_2014_v001_e83uds.pdf
- Newmont Mining (2015). *Las 10 principales productoras de oro del mundo*. Recuperado el 11 de julio de 2015, de: <http://www.miningpress.cl/nota/279618/top-10-las-principales-productoras-de-oro-del-mundo-barrick-al-podio>
- Polyus (2015). *Las 10 principales productoras de oro del mundo*. Recuperado el 11 de julio de 2015, de: <http://www.miningpress.cl/nota/279618/top-10-las-principales-productoras-de-oro-del-mundo-barrick-al-podio>
- Polyus Gold (s.f). *About us*. Recuperado el 19 de julio de 2015, de: http://www.polyusgold.com/company/about_us/
- Revista OroyFinanzas (2015). *Proyecciones de Plata*. Recuperado el 06 de marzo de 2015 de: <https://www.oroymfinanzas.com/>
- Rojas T., J. F. (2015, 7 de septiembre). Dólar empuja ganancia de Mineros a \$48.981 millones. *El Colombiano*. Recuperado el 11 de septiembre de 2015, de: <http://www.elcolombiano.com/negocios/dolar-empuja-ganancia-de-mineros-a-48-981-millones-YE2666463>

- Sybanye Gold, (2015). *Annual Reportes*. Recuperado el 19 de julio de 2015, de:
<https://www.sibanyegold.co.za/investors/financial-reporting/annual-reports/2014.pdf>
- Sybanye Gold, (2015a). *Las 10 principales productoras de oro del mundo*. Recuperado el 11 de julio de 2015, de: <http://www.miningpress.cl/nota/279618/top-10-las-principales-productoras-de-oro-del-mundo-barrick-al-podio>
- Sistema de Información Minero Colombiano, SIMCO (s.f.). *Histórico de producción de oro*. Recuperado el 15 de julio de 2015, de:
<http://www.simco.gov.co/?TabId=121>
- The Economy Forecast Agencia (2016). *Gold price forecasts*. Recuperado el 11 de enero de 2016 de: <http://longforecast.com/gold/gold-price-forecast-for-2015-2016-and-2017.html>
- Unidad de Planeación Minero Energético (2014). *Indicadores de la minería en Colombia*. Recuperado el 15 de julio de 2015, de:
http://www.upme.gov.co/Docs/Plan_Minero/2014/Indicadores%20de%20la%20Minería%20en%20Colombia.pdf

BALANCE GENERAL CONSOLIDADO (millones de pesos) HISTÓRICO	2010	2011	2012	2013	2014
Disponible	1.002	935	1.000	2.239	4.858
Valores negociables	109.699	152.406	182.864	65.381	41.872
Clientes	19.887	44.149	48.833	64.346	34.627
Anticipos y avances	2.393	6.407	7.744	5.873	5.897
DEUDORES	22.281	50.557	56.576	70.219	40.524
Inventarios	0	0	0	2.464	2.899
Provisiones para inventarios	0	0	0	0	0
INVENTARIO	0	0	0	2.464	2.899
TOTAL DE ACTIVO CORRIENTE	132.981	203.898	240.441	140.303	90.154
Inversiones a largo plazo	6.298	6.598	6.598	6.598	6.633
Deudores a largo plazo	5.584	5.139	5.544	5.912	7.435
Inventario a largo plazo	27.113	34.334	34.602	52.924	60.605
Costo de propiedad, planta y equipo	228.928	249.328	318.830	390.759	505.747
Depreciación acumulada	- 106.574	- 128.298	- 189.396	- 178.729	- 232.807
Depreciación diferida	0	0	0	0	0
Total de propiedad, planta y equipo	122.354	121.030	129.434	212.030	272.940
Crédito mercantil-intangible	0	0	0	143.567	181.462
Diferidos	0	0	0	403	556
Otros activos	67.786	87.066	127.853	142.788	111.002
Valorización	61.015	58.209	64.302	93.568	124.581
TOTAL DE VALORIZACIONES	0	0	0	0	0
TOTAL DE ACTIVO A LARGO PLAZO	290.151	312.376	368.332	657.791	765.214
TOTAL DE ACTIVO	423.132	516.273	608.773	798.094	855.368

	2010	2011	2012	2013	2014
BALANCE GENERAL CONSOLIDADO (millones de pesos) HISTÓRICO					
Obligaciones en moneda legal	87	146	51	83	9.222
Obligaciones en moneda extranjera	0	0	0	39.212	50.078
OBLIGACIONES FINANCIERAS	87	146	51	39.295	59.300
Proveedores	3.839	4.008	3.197	7.999	13.580
Dividendos y participaciones	6.769	7.647	10.377	11.955	8.794
Otras cuentas por pagar	9.239	11.675	13.492	13.721	19.641
CUENTAS POR PAGAR	16.008	19.323	23.869	25.676	28.436
Impuestos y gravámenes	17.729	41.581	22.344	12.692	16.589
Obligaciones laborales	4.251	4.889	5.044	6.252	6.949
Pasivos estimados	0	0	0	0	0
Diferidos	0	0	0	0	0
Otros pasivos	0	0	0	0	0
TOTAL DE PASIVO CORRIENTE	41.914	69.945	54.504	91.915	124.854
Obligaciones en moneda legal	0	0	0	0	0
Obligaciones en moneda extranjera	0	0	0	114.142	78.310
OBLIGACIONES FINANCIERAS	0	0	0	114.142	78.310
Impuestos	0	9.446	19.103	14.549	12.817
Obligaciones laborales	687	710	821	2.781	3.720
Pasivos estimados y provisiones	0	0	0	1.791	2.383
Otros pasivos	0	0	0	0	0
TOTAL DE PASIVO NO CORRIENTE	687	10.156	19.924	133.263	97.229
TOTAL DE PASIVO	42.602	80.102	74.428	225.178	222.084

BALANCE GENERAL CONSOLIDADO (millones de pesos) HISTÓRICO	2010	2011	2012	2013	2014
Intereses minoritarios	0	0	0	6.862	3.274
Capital social	159	159	159	159	159
Prima en colocación de acciones	1.551	1.551	1.551	1.551	1.551
Método de participación	0	0	0	0	0
Superávit de capital	1.551	1.551	1.551	1.551	1.551
Obligatorias	5.660	5.660	5.660	36.163	39.079
Reservas estatutarias	0	0	0	0	0
Reservas ocasionales	179.507	232.694	308.607	366.011	374.336
RESERVAS	185.167	238.354	314.267	402.174	413.415
Revalorización del patrimonio	35.192	16.913	16.913	16.913	16.913
Reserva para readquisición de acciones	11.191	11.191	11.191	11.191	11.191
Resultados del ejercicio	91.866	115.405	131.574	42.518	45.102
Acciones propias readquiridas	- 5.611	- 5.611	- 5.611	- 5.611	- 5.611
Superávit por valorizaciones	61.015	58.209	64.302	93.568	124.581
Superávit de capital	0	0	0	3.592	22.709
TOTAL DE PATRIMONIO	380.530	436.171	534.346	572.916	633.284
TOTAL DE PASIVO Y PATRIMONIO	423.132	516.273	608.773	798.094	855.368

BALANCE GENERAL CONSOLIDADO (millones de pesos) PROYECTADO	P2015	P2016	P2017	P2018	P2019	P2020	P2021	P2022	P2023	P2024
Disponibles	3.137	3.330	3.405	3.132	2.960	2.825	3.168	3.243	3.321	3.401
Valores negociables	74.038	78.581	80.350	29.903	44.812	39.019	56.099	45.281	37.269	28.476
Clientes	70.335	74.651	76.332	70.207	66.360	63.341	71.017	72.707	74.449	76.245
Vinculados económicos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Anticipos y avances	9.455	10.035	10.261	9.437	8.920	8.514	9.546	9.773	10.008	10.249
DEUDORES	79.790	84.686	86.593	79.645	75.280	71.855	80.563	82.480	84.457	86.495
Inventarios	1.474	1.565	1.600	1.472	1.391	1.328	1.489	1.524	1.560	1.598
Provisiones para inventarios	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
INVENTARIO	1.474	1.565	1.600	1.472	1.391	1.328	1.489	1.524	1.560	1.598
TOTAL DE ACTIVO CORRIENTE	158.439	168.162	171.948	114.151	124.443	115.027	141.318	132.528	126.607	119.969
Inversiones a largo plazo	6.633	6.633	6.633	6.633	6.633	6.633	6.633	6.633	6.633	6.633
Deudores a largo plazo	5.920	6.181	6.372	6.570	6.767	6.970	7.179	7.394	7.616	7.845
Inventario a largo plazo	69.397	73.655	75.313	69.270	65.475	62.496	70.069	71.737	73.456	75.228
Costo de propiedad, planta y equipo	518.591	536.850	560.667	705.188	699.982	700.638	701.334	726.371	722.989	724.140
Depreciación acumulada	- 313.953	- 354.414	- 383.727	- 451.438	- 480.223	- 514.316	- 514.080	- 588.755	- 680.232	- 772.928
Depreciación diferida	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total de propiedad, planta y equipo	204.639	182.436	176.940	253.749	219.758	186.322	187.254	137.615	42.757	- 48.788
Crédito mercantil-intangible	181.462	185.701	179.091	184.643	190.367	196.078	201.960	208.019	214.260	220.688
Diferidos	205	214	220	227	234	241	248	256	263	271
Otros activos	114.563	119.604	123.312	127.134	130.948	134.877	138.923	143.091	147.383	151.805
Valorización	133.016	138.868	143.173	147.612	152.040	156.601	161.299	166.138	171.122	176.256
Valorización de propiedad, planta y equipo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Valorización de otros activos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TOTAL DE VALORIZACIONES	0	0	0	0	0	156.601	0	0	0	0
TOTAL DE ACTIVO A LARGO PLAZO	715.834	713.291	711.055	795.838	772.221	750.217	773.565	740.883	663.490	589.937
TOTAL DE ACTIVO	874.273	881.453	883.003	909.989	896.665	865.244	914.883	873.411	790.097	709.906

Nota: P = Proyección

Fuente: elaboración propia con base en Mineros (2011; 2012; 2013; 2014; 2015)

BALANCE GENERAL CONSOLIDADO (millones de pesos) PROYECTADO	P2015	P2016	P2017	P2018	P2019	P2020	P2021	P2022	P2023	P2024
Obligaciones en moneda legal	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Obligaciones en moneda extranjera	26.042	7.622	0	0	0	0	0	0	0	0
OBLIGACIONES FINANCIERAS	26.042	7.622	0	0	0	0	0	0	0	0
Proveedores	10.422	11.062	11.311	10.403	9.833	9.386	10.523	10.774	11.032	11.298
Dividendos y participaciones	15.537	16.491	16.862	15.509	14.659	13.992	15.688	16.061	16.446	16.843
Otras cuentas por pagar	22.757	24.153	24.697	22.715	21.470	20.494	22.977	23.524	24.088	24.669
CUENTAS POR PAGAR	38.294	40.644	41.559	38.224	36.129	34.486	38.665	39.585	40.534	41.512
Impuestos y gravámenes	27.818	17.758	27.504	20.272	17.197	18.567	21.531	19.522	22.514	20.537
Obligaciones laborales	5.848	6.105	6.294	6.489	6.684	6.885	7.091	7.304	7.523	7.749
TOTAL DE PASIVO CORRIENTE	108.423	83.191	86.668	75.388	69.843	69.323	77.810	77.184	81.603	81.095
Obligaciones en moneda legal	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Obligaciones en moneda extranjera	63.495	77.231	58.691	351.155	330.557	236.435	246.221	91.228	92.303	93.406
OBLIGACIONES FINANCIERAS	63.495	77.231	58.691	351.155	330.557	236.435	246.221	91.228	92.303	93.406
Impuestos	17.596	18.675	19.096	17.564	16.601	15.846	17.766	18.189	18.625	19.074
Obligaciones laborales	2.677	2.841	2.905	2.672	2.526	2.411	2.703	2.767	2.833	2.902
Pasivos estimados y provisiones	1.146	1.217	1.244	1.144	1.081	1.032	1.157	1.185	1.213	1.243
TOTAL DE PASIVO NO CORRIENTE	84.913	99.964	81.936	372.534	350.765	255.724	267.847	113.369	114.975	116.624
TOTAL DE PASIVO	193.337	183.155	168.604	447.922	420.609	325.047	345.657	190.553	196.577	197.719

Nota: P = Proyección

Fuente: elaboración propia con base en Mineros (2011; 2012; 2013; 2014; 2015)

BALANCE GENERAL CONSOLIDADO (millones de pesos) PROYECTADO	P2015	P2016	P2017	P2018	P2019	P2020	P2021	P2022	P2023	P2024
Intereses minoritarios	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Capital social	159	159	159	159	159	159	159	159	159	159
Prima en colocación de acciones	1.551	1.551	1.551	1.551	1.551	1.551	1.551	1.551	1.551	1.551
Otras	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Método de participación	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Superávit de capital	1.551	1.551	1.551	1.551	1.551	1.551	1.551	1.551	1.551	1.551
Obligatorias	39.079	39.079	39.079	39.079	39.079	39.079	39.079	39.079	39.079	39.079
Reservas estatutarias	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Reservas ocasionales	411.876	421.818	436.064	193.911	209.289	276.870	289.247	397.366	302.347	215.160
RESERVAS	450.955	460.897	475.142	232.989	248.368	315.949	328.326	436.445	341.426	254.239
Revalorización del patrimonio	16.913	16.913	16.913	16.913	16.913	16.913	16.913	16.913	16.913	16.913
Reserva para readquisición de acciones	11.191	11.191	11.191	11.191	11.191	11.191	11.191	11.191	11.191	11.191
Resultados del ejercicio	67.214	68.784	66.336	51.721	45.906	37.906	49.863	50.539	51.239	51.962
Acciones propias readquiridas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Superávit por valorizaciones	132.953	138.803	143.106	147.542	151.969	156.528	161.224	166.060	171.042	176.173
Superávit de capital	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TOTAL DE PATRIMONIO	680.936	698.298	714.399	462.067	476.056	540.197	569.226	682.858	593.520	512.187
TOTAL DE PASIVO Y PATRIMONIO	874.273	881.453	883.003	909.989	896.665	865.244	914.883	873.411	790.097	709.906

Nota: P = Proyección

Fuente: elaboración propia con base en Mineros (2011; 2012; 2013; 2014; 2015)

ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADO (millones de pesos) HISTORICO	2010	2011	2012	2013	2014
Producción de metales preciosos	246.350	353.709	358.710	450.266	463.887
Costos de producción	141.549	163.891	157.313	294.519	320.598
UTILIDAD BRUTA	104.801	189.817	201.397	155.747	143.289
Gastos de administración	10.178	10.360	11.484	12.505	14.609
Gastos de ventas	0	0	0	0	0
Menos gastos operacionales	10.178	10.360	11.484	12.505	14.609
UTILIDAD DE LA OPERACIÓN	94.623	179.457	189.914	143.241	128.680
Otras ventas	0	0	0	0	0
Financieros	27.259	12.525	21.598	17.523	37.060
Dividendos y participaciones	11.226	572	1.684	743	189
Otros ingresos no operacionales	2.812	3.008	2.814	10.777	4.499
Ingresos no operacionales	41.297	16.105	26.095	29.044	41.749
Financieros	5.021	9.261	11.409	23.093	51.919
Otros gastos no operacionales	7.231	11.920	8.433	70.395	38.651
Menos gastos no operacionales	12.251	21.181	19.842	93.488	90.569
Corrección monetaria	0	0	0	0	0
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	123.670	174.381	196.166	78.797	79.859
Provisión para impuesto sobre la renta	- 31.804	- 58.976	- 64.593	- 29.965	- 34.600
Interés minoritario	0	0	0	6.315	157
UTILIDAD NETA	91.866	115.405	131.574	42.518	45.102

ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADO (millones de pesos) PROYECTADO	P2015	P2016	P2017	P2018	P2019	P2020	P2021	P2022	P2023	P2024
Producción de metales preciosos	628.852	667.444	682.469	627.709	593.311	566.317	634.945	650.058	665.636	681.695
Costos de producción	434.607	461.278	471.662	433.817	410.044	391.388	438.818	449.263	460.029	471.128
UTILIDAD BRUTA	194.245	206.165	210.806	193.892	183.267	174.929	196.127	200.795	205.607	210.568
Gastos de administración	15.598	16.285	16.789	17.310	17.829	18.364	18.915	19.482	20.067	20.669
Gastos de ventas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Menos gastos operacionales	15.598	16.285	16.789	17.310	17.829	18.364	18.915	19.482	20.067	20.669
UTILIDAD DE LA OPERACIÓN	178.647	189.881	194.017	176.582	165.438	156.564	177.212	181.313	185.540	189.899
Otras ventas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Financieros	21.062	21.988	22.670	23.373	24.074	24.796	25.540	26.306	27.096	27.908
Dividendos y participaciones	498	520	536	552	569	586	604	622	640	660
Otros ingresos no operacionales	5.106	5.331	5.496	5.666	5.836	6.011	6.192	6.377	6.569	6.766
Ingresos no Operacionales	26.665	27.839	28.702	29.591	30.479	31.394	32.335	33.305	34.305	35.334
Financieros	60.493	67.770	73.445	77.855	80.812	83.237	85.734	88.306	90.955	93.684
Otros gastos no operacionales	41.267	43.083	44.419	45.796	47.170	48.585	50.042	51.544	53.090	54.683
Menos gastos no operacionales	101.760	110.853	117.863	123.650	127.982	131.821	135.776	139.849	144.045	148.366
Corrección monetaria	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	103.552	106.866	104.855	82.523	67.935	56.137	73.771	74.769	75.800	76.866
Provisión para impuesto sobre la renta	- 36.180	- 37.924	- 38.362	- 30.644	- 21.872	- 18.073	- 23.751	- 24.072	- 24.404	- 24.747
Interés minoritario	157	157	157	157	157	157	157	157	157	157
UTILIDAD NETA	67.214	68.784	66.336	51.721	45.906	37.906	49.863	50.539	51.239	51.962

Nota: P = Proyección

Fuente: elaboración propia con base en Mineros (2011; 2012; 2013; 2014; 2015)

FLUJO DE CAJA (millones de pesos) HISTÓRICO	2011	2012	2013	2014
Ventas y prestación de servicios nacionales	0	0	0	0
Ventas y prestación de servicios extranjeros	0	0	0	0
Ingresos operacionales	0	0	0	0
Otros ingresos operacionales	0	0	0	0
TOTAL DE INGRESOS	353.709	358.710	450.266	463.887
Costos de ventas y prestación de servicios	163.891	157.313	294.519	320.598
UTILIDAD BRUTA	189.817	201.397	155.747	143.289
Gastos de administración	10.360	11.484	12.505	14.609
Gastos de ventas	0	0	0	0
Menos gastos operacionales	10.360	11.484	12.505	14.609
UTILIDAD DE LA OPERACIÓN	179.457	189.914	143.241	128.680
IRO (impuesto de renta operacional)	60.692	62.534	54.471	55.752
UTILIDAD NETA OPERATIVA DI (después de impuestos) (UNODI)	118.765	127.380	88.770	72.928
Depreciación más amortización	21.724	61.098	- 10.667	54.078
FLUJO DE CAJA DE OPERATIVO BRUTO DISPONIBLE PARA INVERSIONES	140.488	188.478	78.103	127.006
Clientes	- 28.276	- 6.020	- 13.643	29.695
Inventarios	- 7.221	- 268	- 20.786	- 8.116
Cuentas por pagar	3.315	4.546	1.808	2.760
Proveedores	169	- 811	4.802	5.581
CAPITAL DE TRABAJO NETO OPERATIVO (KTNO)	- 32.013	- 2.553	- 27.819	29.919
FLUJO DE CAJA OPERATIVO DISPONIBLE PARA INVERSIONES EN ACTIVOS FIJOS Y OTROS OPERATIVOS	108.475	185.925	50.284	156.925
Propiedad, planta y equipo	- 20.400	- 69.502	- 71.929	- 114.988
Deudores de largo plazo	445	- 405	- 368	- 1.523
Obligaciones laborales	660	266	3.168	1.637
Otros pasivos	23.852	- 19.237	- 7.860	4.488
CAPITAL INVERTIDO EN ACTIVOS FIJOS Y OTROS OPERATIVOS	4.557	- 88.878	- 76.990	- 110.386
CAPITAL INVERTIDO OPERATIVO	- 27.456	- 91.431	- 104.809	- 80.466
FLUJO DE CAJA LIBRE OPERATIVO (FCLO)	113.032	97.047	- 26.706	46.540

FLUJO DE CAJA (Millones de pesos) HISTORICO	2011	2012	2013	2014
Otros ingresos DI (después de impuestos)	2.369	3.017	7.139	2.657
Otros egresos DI (después de impuestos)	- 7.888	- 5.656	- 43.625	- 21.905
Ingresos financieros DI (después de impuestos)	8.289	14.486	10.860	21.003
FLUJO DE CAJA NO OPERATIVO BRUTO DISPONIBLE PARA INVERSIONES NO OPERATIVAS	2.770	11.847	- 25.626	1.756
Inversiones de largo plazo	- 299	0	0	- 35
Otros activos	- 16.474	- 46.880	- 188.172	- 37.275
Otros pasivos	9.446	9.657	- 4.554	- 1.733
CAPITAL INVERTIDO NO OPERATIVO NETO	- 7.327	- 37.223	- 192.725	- 39.043
FLUJO DE CAJA LIBRE NO OPERATIVO (FCLO NO OPERATIVO)	- 4.557	- 25.376	- 218.352	- 37.287
FLUJO DE CAJA LIBRE DE LA EMPRESA (FCFF)	108.475	71.671	- 245.058	9.253
GASTOS FINANCIEROS (GF) DI (después de impuestos)	- 6.129	- 7.653	- 20.626	- 29.582
PASIVOS BANCARIOS DE CORTO PLAZO	58	- 95	39.245	20.005
PASIVOS BANCARIOS DE LARGO PLAZO	0	0	114.142	- 35.832
FLUJO DE CAJA DE LA DEUDA	- 6.070	- 7.747	132.760	- 45.409
FLUJO DE CAJA DISPONIBLE PARA LOS ACCIONISTAS	102.405	63.923	- 112.297	- 36.156
Interés minoritario	0	0	6.862	- 3.587
Utilidades de ejercicios anteriores	- 91.866	- 115.405	- 131.574	- 42.518
Capital social				
Superávit	- 2.806	6.093	32.858	50.130
Reservas	53.187	75.913	87.907	11.241
Revalorización del patrimonio	- 18.279	0	0	0
FLUJO DE CAJA DE LOS ACCIONISTAS	\$ 42.640	\$ 30.523	-\$ 116.244	-\$ 20.890
AUMENTO (DISMINUCIONDISMINUCIÓN) EN CAJA	\$ 42.640	\$ 30.523	-\$ 116.244	-\$ 20.890

FLUJO DE CAJA (millones de pesos) PROYECTADO	P2015	P2016	P2017	P2018	P2019	P2020	P2021	P2022	P2023	P2024
TOTAL DE INGRESOS	628.852	667.444	682.469	627.709	593.311	566.317	634.945	650.058	665.636	681.695
Costos de Ventas ventas y Prest prestación de Servicios servicios	434.607	461.278	471.662	433.817	410.044	391.388	438.818	449.263	460.029	471.128
UTILIDAD BRUTA	194.245	206.165	210.806	193.892	183.267	174.929	196.127	200.795	205.607	210.568
Gastos de Administracionadministración	15.598	16.285	16.789	17.310	17.829	18.364	18.915	19.482	20.067	20.669
Gastos de ventas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Menos gastos operacionales	15.598	16.285	16.789	17.310	17.829	18.364	18.915	19.482	20.067	20.669
UTILIDAD DE LA OPERACIÓN	178.647	189.881	194.017	176.582	165.438	156.564	177.212	181.313	185.540	189.899
IRO (impuesto de renta operacional)	62.417	67.384	70.982	65.572	53.263	50.406	57.054	58.374	59.735	61.138
UTILIDAD NETA OPERATIVA DI (después de impuestos) (UNODI)	116.229	122.496	123.035	111.010	112.175	106.158	120.158	122.939	125.805	128.761
Depreciación + más Amortizaciónamortización	81.146	40.461	29.313	67.711	28.785	34.092	- 236	74.676	91.477	92.696
FLUJO DE CAJA DE OPERATIVO BRUTO DISPONIBLE PARA INVERSIONES	197.375	162.957	152.348	178.721	140.960	140.251	119.922	197.614	217.282	221.457
Clientes	- 39.265	- 4.897	- 1.906	6.948	4.364	3.425	- 8.708	- 1.918	- 1.977	- 2.038
Inventarios	- 7.367	- 4.349	- 1.693	6.171	3.877	3.042	- 7.734	- 1.703	- 1.756	- 1.810
Cuentas por pagar	9.858	2.350	915	- 3.335	- 2.095	- 1.644	4.179	920	949	978
Proveedores	- 3.158	640	249	- 908	- 570	- 447	1.137	250	258	266
CAPITAL DE TRABAJO NETO OPERATIVO (KTNO)	- 39.932	- 6.256	- 2.436	8.877	5.576	4.376	- 11.125	- 2.450	- 2.525	- 2.603
FLUJO DE CAJA OPERATIVO DISPONIBLE PARA INVERSIONES EN ACTIVOS FIJOS Y OTROS OPERATIVOS	157.443	156.701	149.913	187.599	146.536	144.627	108.797	195.164	214.757	218.854
Propiedad, planta y equipo	- 12.845	- 18.258	- 23.817	- 144.521	5.206	- 656	- 696	- 25.037	3.382	- 1.151
Deudores de largo plazo	1.515	- 260	- 192	- 198	- 197	- 203	- 209	- 215	- 222	- 228
Obligaciones laborales	- 2.145	422	253	- 38	48	86	499	277	285	294
Otros pasivos	9.993	- 9.990	9.774	- 7.333	- 3.137	1.321	3.089	- 1.982	3.021	- 1.949
CAPITAL INVERTIDO EN ACTIVOS FIJOS Y OTROS OPERATIVOS	- 3.482	- 28.087	- 13.982	- 152.089	1.920	548	2.683	- 26.958	6.467	- 3.034
CAPITAL INVERTIDO OPERATIVO	- 43.414	- 34.343	- 16.418	- 143.212	7.496	4.924	- 8.443	- 29.408	3.941	- 5.638
FLUJO DE CAJA LIBRE OPERATIVO (FCLO)	153.961	128.614	135.931	35.510	148.456	145.175	111.480	168.207	221.223	215.819

FLUJO DE CAJA (millones de pesos) PROYECTADO	P2015	P2016	P2017	P2018	P2019	P2020	P2021	P2022	P2023	P2024
Otros ingresos DI (después de impuestos)	3.646	3.774	3.825	3.909	4.343	4.473	4.607	4.746	4.888	5.035
Otros egresos DI (después de impuestos)	- 26.849	- 27.794	- 28.168	- 28.790	- 31.983	- 32.943	- 33.931	- 34.949	- 35.997	- 37.077
Ingresos financieros DI (después de impuestos)	13.703	14.185	14.376	14.694	16.323	16.813	17.317	17.837	18.372	18.923
FLUJO DE CAJA NO OPERATIVO BRUTO DISPONIBLE PARA INVERSIONES NO OPERATIVAS	- 9.500	- 9.835	- 9.967	- 10.187	- 11.317	- 11.656	- 12.006	- 12.366	- 12.737	- 13.119
Inversiones de largo plazo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros activos	- 11.644	- 15.141	- 1.410	- 13.820	- 13.973	- 14.208	- 14.634	- 15.073	- 15.525	- 15.991
Otros pasivos	4.779	1.080	420	- 1.532	- 962	- 755	1.920	423	436	449
CAPITAL INVERTIDO NO OPERATIVO NETO	- 6.865	- 14.061	- 989	- 15.352	- 14.936	- 14.963	- 12.714	- 14.650	- 15.089	- 15.542
FLUJO DE CAJA LIBRE NO OPERATIVO (FCLO NO OPERATIVO)	- 16.365	- 23.896	- 10.956	- 25.539	- 26.253	- 26.619	- 24.720	- 27.016	- 27.827	- 28.661
FLUJO DE CAJA LIBRE DE LA EMPRESA (FCFF)	137.596	104.718	124.974	9.971	122.203	118.555	86.760	141.191	193.397	187.159
GASTOS FINANCIEROS (GF) DI (después de impuestos)	- 39.515	- 43.877	- 46.732	- 49.102	- 54.952	- 56.596	- 58.289	- 60.033	- 61.829	- 63.680
PASIVOS BANCARIOS DE CORTO PLAZO	- 33.259	- 18.419	- 7.622	0	0	0	0	0	0	0
PASIVOS BANCARIOS DE LARGO PLAZO	- 14.815	13.736	- 18.540	292.464	- 20.598	- 94.122	9.785	- 154.993	1.075	1.102
FLUJO DE CAJA DE LA DEUDA	- 87.588	- 48.560	- 72.895	243.362	- 75.550	- 150.718	- 48.504	- 215.026	- 60.754	- 62.577
FLUJO DE CAJA DISPONIBLE PARA LOS ACCIONISTAS	50.008	56.158	52.080	253.333	46.654	- 32.162	38.256	- 73.835	132.643	124.581
Interés minoritario	- 3.274	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Utilidades de ejercicios anteriores	- 45.102	- 67.214	- 68.784	- 66.336	- 51.721	- 45.906	- 37.906	- 49.863	- 50.539	- 51.239
Capital social										
Superávit	- 14.337	5.850	4.303	4.436	4.426	4.559	4.696	4.837	4.982	5.131
Reservas	37.540	9.942	14.246	- 242.153	15.378	67.581	12.377	108.119	- 95.019	- 87.187
Revalorización del patrimonio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Reserva para readquisición de acciones	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Acciones propias readquiridas	5.611	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FLUJO DE CAJA DE LOS ACCIONISTAS	30.445	4.736	1.844	- 50.720	14.737	- 5.928	17.422	- 10.743	- 7.934	- 8.713
AUMENTO (DISMINUCIÓN) EN CAJA	30.445	4.736	1.844	- 50.720	14.737	- 5.928	17.422	- 10.743	- 7.934	- 8.713

CÁLCULO DEL CAPITAL INVERTIDO NETO

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Disponible	4.858	3.137	3.330	3.405	3.132	2.960	2.825	3.168	3.243	3.321	3.401
Deudores	47.960	85.710	90.867	92.965	86.214	82.047	78.825	87.742	89.875	92.073	94.339
Inventarios	63.504	70.871	75.220	76.913	70.742	66.865	63.823	71.558	73.261	75.016	76.826
CAPITAL DE TRABAJO	111.464	156.581	166.087	169.878	156.956	148.913	142.648	159.299	163.135	167.089	171.165
Proveedores	- 13.580	- 10.422	- 11.062	- 11.311	- 10.403	- 9.833	- 9.386	- 10.523	- 10.774	- 11.032	- 11.298
Cuentas por pagar	- 28.436	- 38.294	- 40.644	- 41.559	- 38.224	- 36.129	- 34.486	- 38.665	- 39.585	- 40.534	- 41.512
Impuestos, gravámenes y tasas	- 16.589	- 27.818	- 17.758	- 27.504	- 20.272	- 17.197	- 18.567	- 21.531	- 19.522	- 22.514	- 20.537
Obligaciones laborales	- 10.669	- 8.524	- 8.946	- 9.199	- 9.161	- 9.210	- 9.295	- 9.794	- 10.071	- 10.356	- 10.650
Otras cuentas por pagar	- 19.641	- 22.757	- 24.153	- 24.697	- 22.715	- 21.470	- 20.494	- 22.977	- 23.524	- 24.088	- 24.669
KTNO	22.548	48.766	63.524	55.608	56.181	55.073	50.421	55.809	59.660	58.566	62.500
Activo no corriente											
Propiedad, planta y equipo (neto)	272.940	204.639	182.436	176.940	253.749	219.758	186.322	187.254	137.615	42.757	- 48.788
Intangibles (neto)	181.462	181.462	185.701	179.091	184.643	190.367	196.078	201.960	208.019	214.260	220.688
A. F. N. (activos fijo neta)	454.402	386.101	368.137	356.031	438.393	410.125	382.400	389.214	345.635	257.017	171.899
Capital invertido neto	476.950	434.867	431.661	411.640	494.574	465.199	432.821	445.024	405.295	315.582	234.400
Inversión neta		- 42.083	- 3.205	- 20.021	82.934	- 29.375	- 32.378	12.203	- 39.729	- 89.713	- 81.183

Nota: P = proyección

ESTRUCTURA FINANCIERA											
	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Obligaciones financieras	137.610	89.536	84.854	58.691	351.155	330.557	236.435	246.221	91.228	92.303	93.406
Bonos		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
DEUDA	137.610	89.536	84.854	58.691	351.155	330.557	236.435	246.221	91.228	92.303	93.406
PATRIMONIO	633.284	503.748	698.298	714.399	462.067	476.056	540.197	569.226	682.858	593.520	512.187
PASIVO MÁS PATRIMONIO	770.894	593.285	783.152	773.090	813.222	806.613	776.632	815.447	774.086	685.823	605.593
Pasivo	17,85%	15,09%	10,83%	7,59%	43,18%	40,98%	30,44%	30,19%	11,79%	13,46%	15,42%
patrimonio	82,15%	84,91%	89,17%	92,41%	56,82%	59,02%	69,56%	69,81%	88,21%	86,54%	84,58%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
D/E (DEUDA/PATRIMONIO)	21,73%	17,77%	12,15%	8,22%	76,00%	69,44%	43,77%	43,26%	13,36%	15,55%	18,24%

Nota: P = proyección

BETA APALANCADA DE LA EMPRESA											
	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
BL (BETA APALANCADA DE LA EMPRESA)	0,896	0,847	0,795	0,760	1,395	1,310	1,078	1,074	0,804	0,823	0,848

Nota: P = proyección

COSTO DE PATRIMONIO										
	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Rendimiento de bonos del Tesoro estadounidense a diez años (tasa libre de riesgo)	1,98%	1,98%	1,98%	1,98%	1,98%	1,98%	1,98%	1,98%	1,98%	1,98%
Tasa impositiva	35%	35%	37%	37%	32%	32%	32%	32%	32%	32%
Rendimiento del mercado	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%
<i>Spread</i> (efectivo anual): prima de riesgo de país	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%

Ke (Costo de capital) (USD)	6,05%	5,80%	5,63%	8,68%	8,27%	7,16%	7,14%	5,84%	5,94%	6,05%
Devaluación	35,80%	21,80%	-0,70%	-7,80%	-7,00%	-0,40%	4,82%	4,82%	4,82%	4,82%
Ke (Costo de capital (\$) con riesgo de país)	44,01%	28,87%	4,89%	0,20%	0,69%	6,73%	12,30%	10,94%	11,04%	11,16%
Kd (Costo de la deuda financiera)	11,76%	13,13%	11,10%	11,13%	11,18%	10,97%	10,97%	10,97%	10,97%	10,97%
Wacc tomado del mercado	38,53%	26,66%	5,05%	3,14%	3,52%	6,95%	10,83%	10,53%	10,56%	10,59%

COSTO DE DEUDA										
	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
KD (Costo de la deuda financiera)	11,76%	13,13%	11,10%	11,13%	11,18%	10,97%	10,97%	10,97%	10,97%	10,97%

COSTO DE CAPITAL										
	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
WACC	38,53%	26,66%	5,05%	3,14%	3,52%	6,95%	10,83%	10,53%	10,56%	10,59%

Nota: P = proyección

TASA DE CRECIMIENTO DEL NOPLAT										
	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
NOPLAT	116.229	122.496	123.035	111.010	112.175	106.158	120.158	122.939	125.805	128.761
Inversión neta	42.083	3.205	20.021	- 82.934	29.375	32.378	- 12.203	39.729	89.713	81.183
FLUJO DE CAJA LIBRE	158.313	125.702	143.057	28.076	141.550	138.536	107.956	162.667	215.518	209.944
ROIC	24,37%	28,17%	28,50%	26,97%	22,68%	22,82%	27,76%	27,63%	31,04%	40,80%
IR	-36,21%	-2,62%	-16,27%	74,71%	-26,19%	-30,50%	10,16%	-32,32%	-71,31%	-63,05%
g	-8,82%	-0,74%	-4,64%	20,15%	-5,94%	-6,96%	2,82%	-8,93%	-22,14%	-25,72%

FLUJO DE CAJA LIBRE										
	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
FCL	158.313	125.702	143.057	28.076	141.550	138.536	107.956	162.667	215.518	209.944
Valor Terminal										429.404
FCL VT	158.313	125.702	143.057	28.076	141.550	138.536	107.956	162.667	215.518	639.348
FD (Factor De descuento)	0,722	0,570	0,543	0,526	0,508	0,475	0,429	0,388	0,351	0,317
V.O.E	689.589									

Nota: P = proyección

VALOR DE LA EMPRESA	
Disponible	3.137
Valores negociables	74.038
Diferidos	205
Inversiones a largo plazo	6.633
Otros Activos	114.563
Valorizaciones	133.016
Activos no operativos	331.591
Pasivos estimados y provisiones	- 1.146
Impuestos	- 17.596
Pasivos No operativos	- 18.742

VALOR TOTAL DE LA EMPRESA	1.002.438
----------------------------------	------------------

TOTAL ACCIONES EN CIRCULACION	261.687.402
--------------------------------------	--------------------

VALOR DE LA ACCION	3.830,67
---------------------------	-----------------

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