

**Tablemac S.A.**  
BVC/TABLEMAC**Cobertura continua**

Fecha de valoración: octubre 10 de 2015

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

Precio de la acción: \$6,5 COP.

Valor del COLCAP: 1.280,18 puntos.

Por qué vender: si bien la desvalorización de la acción, de acuerdo con las sensibilidades realizadas no es significativo, tampoco se esperan condiciones a nivel económico y de la compañía, que compensen el costo de oportunidad de mantener las acciones.

Entorno macroeconómico: no se espera un crecimiento superior al PIB en los sectores de la construcción y madera.

Potencial de valorización de -5% para octubre de 2015.

Precio esperado a alcanzar en el mes de octubre de 2016 es de \$ 6,2 COP.

**Tabla 1. Valoración con los datos financieros más destacados**

Indicadores	2014	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
EBITDA	41.755.042	44.692.146	47.480.652	50.434.625	53.425.748	56.467.676
UODI	23.735.623	22.311.387	23.469.737	24.653.817	25.756.796	26.777.144
WACC	9,7%	9,6%	9,7%	9,9%	9,9%	9,9%
FCL	15.901.562	16.384.788	21.263.170	21.176.177	20.964.886	20.810.565
ROE	5,6%	5,2%	5,5%	5,8%	6,0%	6,0%
ROA	4,5%	4,2%	4,6%	5,0%	5,2%	5,1%
ROIC	5,5%	4,8%	4,6%	4,3%	4,0%	3,7%

**Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios***Capitalización bursátil: \$270.915.406.824 COP o \$113.237.172 USD.**Acciones en circulación: \$33.864.425.853 acciones ordinarias.**Volumen promedio diario (del último año): \$71.955.945.**Bursatilidad: baja.**Participación índice: 0% en COLCAP.**Cotiza en: BVC.**Beta apalancado: 0,84.**Rango último año: \$6,5 – \$8,6 COP.***Apreciación global de la compañía***Localización: empresa domiciliada en la ciudad de Medellín, Colombia.**Industria: madera.**Descripción: elaboración y comercialización de tableros de madera.**Productos y servicios: tableros aglomerados, tableros de fibra de densidad media, tableros laminados, formaleta, pisos laminados y muebles listos para armar.**Sitio web de la compañía: [www.tablemac.com](http://www.tablemac.com)***Analistas:**Laura Victoria Arango Hoyos  
Sofía López Ramírez**Directora de la investigación de inversión:**

Sandra Constanza Gaitán Riaño

**Asesor de investigación:**

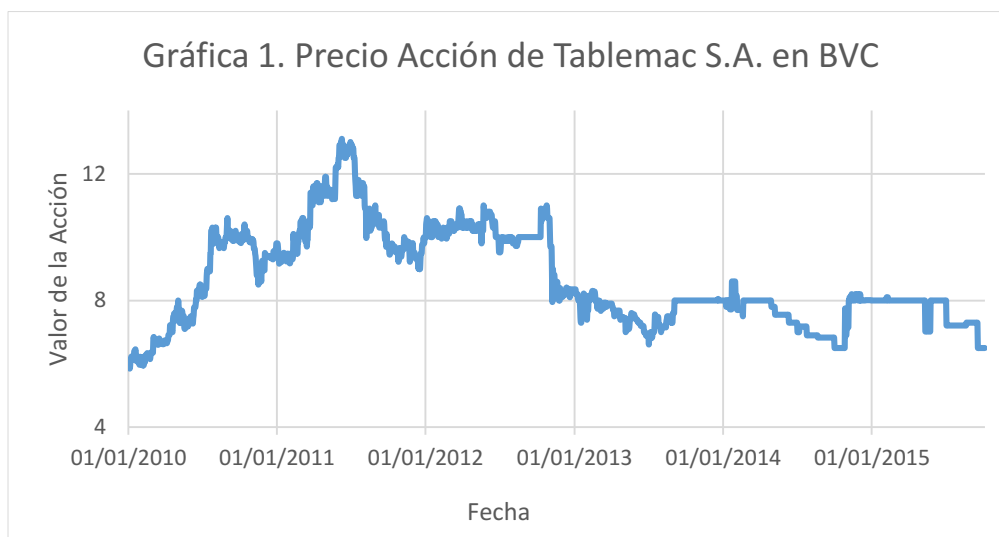
Luis Fernando Mondragón Trujillo

## DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

En la siguiente gráfica se muestra el comportamiento del precio de la acción de Tablemac S.A., entre enero de 2010 y octubre de 2015.

Entre 2010 y 2011, se evidencia que el precio de la acción tiene una tendencia alcista, donde se obtiene el valor mínimo y máximo del período de estudio, debido a que el 4 de enero de 2010 la acción presentó un precio de \$5,85, y el 9 de junio de 2011 alcanzó un precio de \$13,1 (ver gráfica 1).

En el segundo semestre de 2012, se presenta una tendencia bajista producto de la compra del 80,62% de las acciones de Tablemac S.A., por parte del grupo brasileiro Duratex S.A. Para los siguientes años de estudio, se pronuncia una tendencia bajista en la bursatilidad de la acción, ya que baja la liquidez para la adquisición de las acciones en la Bolsa de Valores de Colombia (ver gráfica 1).



Fuente: Bloomberg (2015).

Precios de la acción en el período de estudio:

- Precio fecha inicio 01/01/2010: \$5,95.
- Precio fecha final 05/10/2015: \$6,5.
- Precio mínimo 04/01/2010: \$5,85.
- Precio máximo 09/06/2011: \$13,1.

## RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Se presenta para Tablemac S.A. un precio objetivo que sugiere una desvalorización de la acción, con relación a su valor de mercado del 5%. Las perspectivas de crecimiento para la compañía dentro del mercado interno no involucran grandes cambios en su participación. Las perspectivas de crecimiento del sector de la construcción no consideran crecimientos superiores al 4%, por lo que no atrae grandes demandas de los productos.

Adicionalmente, la acción registra una baja bursatilidad desde la adquisición, por parte de Duratex S.A., del 80,62% de las acciones en circulación, lo cual ha llevado a que la acción pierda atractivo dentro del mercado accionario.

## TESIS DE INVERSIÓN

La acción de Tablemac S.A., listada en la Bolsa de Valores de Colombia con un precio de \$6,5 COP en octubre de 2015, tiene una bursatilidad baja en el mercado, y por tal motivo no hace parte del COLCAP.

Con base en los resultados obtenidos en la valoración de Tablemac S.A., la recomendación es vender las acciones, debido a que el precio objetivo es de \$6,2 COP (tres centavos por debajo del precio en Bolsa); es decir, que la acción está sobrevalorada en el mercado.

### Amenazas y oportunidades en el futuro cercano de la empresa

La amenaza principal que tiene Tablemac S.A. en el corto plazo es el alza del dólar, debido a que se puede presentar un incremento en las tasas de interés y un encarecimiento de crédito, y generar así una desaceleración en el sector de la construcción, que tiene un importante grado de correlación con las ventas de la empresa en estudio. Además, la perspectiva negativa frente al crecimiento económico del país se puede ver reflejada en el sector de la construcción y en el de la madera (Bancolombia, 2015).

Tablemac S.A. tiene una alta dependencia de las ventas nacionales, debido que estas generan aproximadamente el 90% de sus ingresos. Por esta razón, la diversificación de su mercado internacional se ve como una oportunidad; es decir, la empresa debe incrementar sus exportaciones, y de esta forma aprovechar una tasa de cambio favorable, que le permite tener una ventaja competitiva frente a sus competidores importadores.

## VALORACIÓN

En la valoración de Tablemac S.A. se utilizó el método de flujo de caja descontado. Esta metodología consiste en descontar los flujos de caja libres futuros, utilizando el Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPC), conocido como WACC, por sus siglas en inglés (*Weighted Average Cost of Capital*). El WACC contiene dos variables importantes en su estudio, como son: el costo de la deuda de la empresa, que es el interés que paga una organización para financiarse en el mercado, y el costo de capital, que se entiende como el retorno que esperan tener los inversionistas por realizar una inversión (Rivela, 2013). En vista de que esta metodología considera tanto los elementos que pueden variar los resultados de flujo de caja para los inversionistas como el valor del dinero en el tiempo,

se utiliza como herramienta de valoración principal, al acercarse de una forma adecuada a esta realidad de la compañía.

En la valoración de Tablemac S.A. se hizo, además, una valoración utilizando el método de múltiplos comparables, que consiste en el análisis de empresas con características similares que coticen en bolsa. A estas compañías se les calculan unos ratios que puedan ser comparados entre empresas pares, de los cuales se obtiene tanto el valor de cada empresa como sus respectivos resultados financieros; es decir, el valor de una empresa se estima mediante la comparación del valor obtenido de esta, con los obtenidos de empresas similares que cotizan en bolsa (Badenes, Santos y Fernández, 1999).

La valoración de la compañía se realizó mediante la metodología de flujo de caja descontado, y sus resultados se muestran en la tabla 2. Adicionalmente, se realizó una valoración por la metodología de múltiplos EBITDA, cuyos resultados aparecen en las tablas 3 y 4.

**Tabla 2. Valor de la compañía**

WACC promedio 5 años	9.78%
Valor presente FCL período explícito	76.124.820
g	3%
Promedio FCL 5 años	20.119.917
Valor residual	296.915.117
Años	6
(+) Valor presente del valor de continuidad	169.660.331
Relación valor residual/valor negocio	69%
<b>(=) Valor operaciones de Tablemac S.A.</b>	<b>245.785.151</b>
(+) Inversiones permanentes	10.182
(+) Excesos de liquidez	11.672.626
(=) Valor activos	257.467.959
(-) Saldo deuda 2014	49.079.059
<b>(=) Valor patrimonio</b>	<b>208.388.900</b>
Nº de acciones en circulación	33.864.425.853
<b>Precio objetivo</b>	<b>6,2</b>
Valor mercado 2 de octubre de 2015	6,5
<b>Potencial de valorización</b>	<b>-5%</b>

Cifras en COP miles.

Se realizó una depuración de las compañías referentes a nivel mundial. De allí se extrajo información de referentes del mercado suramericano:

Tabla 3. Múltiplos EBITDA

Clasificación				
Región (Suramérica)	Identifíer	Company Name	P/E	EV/EBITDA
Colombia	TMC.CN	Tablemac SA	10,0	6,8
Brasil	DTEX3F.SA	Duratex SA	14,6	6,2
Brasil	SUZB5.SA	Suzano Papel e Celulose SA	0,0	7,0
Brasil	ARTR3.SA	Arteris SA	8,7	6,0
Brasil	MAGG3.SA	Magnesita Refratarios SA	0,0	7,6

Tabla 4. Rangos múltiplos EBITDA	Múltiplos EBITDA	Valor por acción
Mediana	6,8	9,0
Rango superior	7,8	10,3
Rango inferior	5,8	7,7
Promedio del rango	6,7	8,8

El mercado de Brasil no es comparable ni en tamaño ni en indicadores de eficiencia y desarrollo con el mercado de Colombia. Adicionalmente, no se obtienen referentes para el mercado local. Por ello, el resultado obtenido mediante la valoración por flujo de caja descontado no es confirmado por la metodología de múltiplos.

Se le realiza una sensibilidad al precio de la compañía, de acuerdo con una variación en el WACC y en el crecimiento  $g$ , como se observa en la tabla de sensibilidad 5. Adicionalmente, en la tabla de sensibilidad 6 se muestra el valor por acción de la compañía, en función de la inversión en CAPEX como porcentaje de las ventas y el WACC. En ambas sensibilidades se resalta el rango de valor estimado como resultado más probable.

Tabla 5. Sensibilidad WACC vs.  $g$ 

	9,48%	9,63%	9,78%	9,93%	10,08%
1,0%	5,23	5,12	5,01	4,90	4,80
1,5%	5,48	5,36	5,24	5,13	5,02
2,0%	5,77	5,64	5,50	5,38	5,26
2,5%	6,10	5,95	5,80	5,66	5,53
3,0%	6,48	6,31	6,15	5,99	5,84
3,5%	6,93	6,73	6,55	6,37	6,20
Rango estimado					

Tabla 6. Sensibilidad porcentaje CAPEX vs. WACC

	9,48%	9,63%	9,78%	9,93%	10,08%
3,5%	7,57	7,37	7,18	7,00	6,83
4,5%	6,48	6,31	6,15	5,99	5,84
5,5%	5,40	5,26	5,12	4,98	4,85
Rango estimado					

## ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

El sector de silvicultura y madera en Colombia tiene un desarrollo muy bajo comparado con otros sectores, debido a que estos representan un 0,2% del PIB nacional. Colombia tiene una superficie de 50 millones de hectáreas de tierra para ser usadas en agropecuaria, donde solo un 16% son usadas en bosques naturales y plantados (Productos de Colombia, 2014).

De acuerdo con información reportada por la FAO (*Food and Agriculture Organization* por sus siglas en inglés), Colombia produce el 0,2% de la madera en el mundo, y ocupa el puesto 41 como productor de madera en rollo industrial. El sector de la madera a nivel internacional está muy concentrado en pocos países productores, debido a que el 72% de la producción la realizan 10 países; por ejemplo, el líder del mercado es Estados Unidos, el cual tiene una producción del 27%, y Canadá tiene una producción del 11,5% (Productos de Colombia, 2014).

Con respecto a la producción de paneles de madera, en la región de Suramérica la producción es aproximadamente de 11 millones de metros cúbicos, donde la participación de producción de Brasil es del 75%, la Chile es del 11% y la de Colombia, con una participación baja, es del 2% (Productos de Colombia, 2014).

En Colombia se presentó una buena dinámica de la economía en el año 2014, donde el PIB de la construcción, que es el principal activador de la demanda de los productos de Tablemac S.A., demostró crecimiento. De acuerdo con la información publicada por el DANE al finalizar el año 2014, se publicaron cifras con un crecimiento del PIB anual de un 5,7% en edificaciones, y de un 18,7% en obras civiles. Con base en los resultados de la economía, y especialmente del sector de la construcción, Tablemac S.A. presentó un crecimiento de 19,3% en volumen de ventas medido en metros cúbicos (Superfinanciera, 2015). De acuerdo con la investigación realizada, el sector mide sus ventas como múltiplo del PIB. Este indicador se encuentra generalmente 2 y 3 veces en dicho crecimiento.

El sector de la madera no es regulado por el gobierno de Colombia, y por tal motivo se presentó una disminución de precios en el mercado, debido a una agresiva competencia por parte de los importadores, quienes querían aumentar su participación en el mercado (Superfinanciera, 2015).

## DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

### 1. Historia, localización e infraestructura

Un grupo de empresarios antioqueños y caldenses crearon el 12 de octubre de 1988 la empresa Tablemac S.A., y formaron una planta de producción de paneles de madera aglomerados en la ciudad de Manizales (Tablemac S.A., 2015b). En la década de los 90,

el sector de la madera, con la tecnificación y el crecimiento constante de la construcción en el país, incrementó la demanda de paneles aglomerados. Por esta razón, la empresa decidió crear una nueva planta en Yarumal, en el departamento de Antioquia. Con el transcurso de los años, la empresa creó dos nuevas plantas de producción, una en Guarne y otra en Barbosa, con el fin de abastecer la demanda del mercado colombiano. Tablemac S.A. hoy tiene 4 plantas de producción, ubicadas en los departamentos de Antioquia y Caldas, y oficinas de atención en las principales ciudades del país (Tablemac S.A., 2015c).

Tablemac S.A. es una empresa listada en la Bolsa de Valores de Colombia, donde su principal accionista es Duratex S.A. de Brasil, con una participación del 80,62%. Duratex S.A. es la empresa líder del mercado brasilero en el sector de madera y cuenta con una experiencia de 65 años en el mercado (Superfinanciera, 2015; Duratex S.A., 2015).

## 2. Análisis FODA: Fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas

En las tablas 7 a la 10 presentamos la descripción y el detalle de cada punto identificado en cada uno de los cuatro componentes que comprenden el análisis FODA.

**Tabla 7. Debilidades**

Descripción	Detalle
Deficiencia de madera para la industria.	Deficiencia en el suministro de maderas, como materia prima para sus procesos industriales.
La topografía impide la mecanización de plantaciones.	Las plantaciones, propias en su gran mayoría, están en terrenos con altas pendientes, que dificultan la mecanización de las labores de establecimiento, manejo y aprovechamiento forestal.
Bajo desarrollo genético en las plantaciones.	Las plantaciones propias no han tenido un buen desarrollo genético, por falta de manejo de clones, de mayor productividad y calidad de la madera.
Altos costos de producción en la materia prima.	Con los actuales niveles de costos de la silvicultura, internacionalmente no pueden ser competitivos.
Altos costos de infraestructura vial.	Altos costos en la infraestructura vial por tener que construir carreteras en montañas, con grandes movimientos de tierra y disponibilidad cercana de material pétreo.
Baja concentración de la producción de la madera.	Las plantas están distantes de las plantaciones forestales, lo que aumenta los costos de transporte.

Altos costos de transporte de madera.	<p>Altos costos de transporte de la madera, de las fincas a las plantas de Tablemac S.A., por:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Baja especificación de las vías internas en fincas.</li> <li>• Baja capacidad de camiones de transporte de madera.</li> <li>• La relación de costos de fletes en ton/km es alta.</li> </ul>
---------------------------------------	---

Tabla 8. Oportunidades

Descripción	Detalle
Socio líder forestal brasileiro.	Con el músculo financiero y la experiencia de Duratex S.A. Brasil, pueden mejorar en todos los frentes de operación forestal, desde el establecimiento, manejo y aprovechamiento de la madera, hasta el transporte.
Ser pioneros en la fabricación de MDF.	Tablemac S.A. tiene la oportunidad de crecer industrialmente y de posicionarse como el de la mejor madera en el mercado de MDF y de tableros de partículas, en Colombia.
	Tablemac S.A. puede mejorar genéticamente la productividad de la madera, con procesos de mejoramiento genético y programas de refertilización. Esta actividad la puede hacer con un acompañamiento de Duratex S.A., debido a que tiene la tecnología y el conocimiento para desarrollar un manejo clonal de las plantaciones forestales, y así lograr mayor productividad en la producción de madera a menores costos.

Tabla 9. Fortalezas

Descripción	Detalle
Tablemac S.A. nació por un beneficio fiscal y tributario creado luego de la erupción del volcán Nevado del Ruiz.	Obtuvo, por un período aproximado de diez años, unos beneficios fiscales y tributarios, por motivos surgidos de la



	explosión del volcán Nevado del Ruiz, lo que les permitió tener una ventaja competitiva en el mercado.
MDF es una madera universal.	Ingresa en el mercado colombiano como la primera empresa industrial de la madera en la producción de tableros de MDF, que, por sus características físico-mecánicas, es el producto para los sectores de la construcción y de los muebles, en donde su demanda es continua.
Socio Duratex S.A.	Tener dentro de sus accionistas principales a Duratex S.A., con una participación del 80,62%, le genera una ventaja competitiva en el mercado, pues hereda las mejores prácticas de eficiencia en las plantaciones propias, y el desarrollo tecnológico en los sistemas mecanizados de establecimiento, manejo, aprovechamiento y transporte de la madera.

Tabla 10. Amenazas

Descripción	Detalle
Conflicto armado en Colombia.	Inseguridad del país por presencia de guerrilla y paramilitares en las zonas rurales colombianas (daños de equipos y amenazas en los fletes).
Inseguridad jurídica.	Inseguridad jurídica en inversiones nacionales y extranjeras, en el sector agropecuario en Colombia.
Reforestadores particulares tienden a desaparecer.	Los proveedores particulares de madera se niegan a venderla, por sus bajos precios, a Tablemac S.A., debido a que no compensan los costos de la silvicultura, ni el aprovechamiento y transporte de madera desde sus fincas hasta las plantas de Tablemac S.A.
Importaciones con bajos costos.	Incremento en las importaciones a Colombia, de tableros de madera con bajos costos.

La desaceleración de la construcción amenaza la industria de la madera.	Los sectores que demandan los productos de Tablemac S.A., como el de la construcción y el de muebles, demuestran el ciclo de la economía en su crecimiento; por lo tanto, en la medida en que la economía esté en un proceso de decrecimiento, se verán afectados los sectores mencionados y, por ende, la demanda de productos de Tablemac S.A. se verá afectada.
---	--

### 3. Productos y servicios

Tablemac S.A. se dedica a la producción de productos en madera utilizados para la construcción, amueblamiento, ambientación y remodelación de espacios. De acuerdo con esto, es el sector de la construcción el principal activador de demanda de los productos de la empresa (Tablemac S.A., 2015d).

Las líneas de productos que actualmente ofrece Tablemac S.A. en el mercado se muestran en la tabla 11.

<b>Tabla 11. Portafolio de productos</b>	
<b>Línea de producto</b>	<b>Productos ofrecidos</b>
Tableros de partículas aglomeradas.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tablero de partículas sin laminar RH.</li> <li>• Tablero de partículas sin laminar ambientes secos.</li> </ul>
Tableros de fibra de densidad media.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tablero de fibra densidad media sin laminar RH.</li> <li>• Tablero de fibra densidad media sin laminar ambientes secos.</li> </ul>
Tableros laminados.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Laminados melamínicos.</li> <li>• Laminados de alta resistencia.</li> <li>• Laminados especiales (tablero pizarrón).</li> <li>• Superfondos.</li> <li>• Panel laminado personalizado.</li> <li>• Línea Cristal.</li> </ul>
Formaleta.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Panel especial para la construcción.</li> </ul>
Pisos laminados.	
Muebles listos para armar.	

Fuente: Tablemac S.A. (2015d).

#### 4. Estrategia

Al finalizar el año 2014, en Colombia se presentó un incremento en la tasa de cambio del peso con respecto al dólar, debido a un bajo ingreso de las exportaciones de petróleo y a una baja inversión extranjera. Con base en esta información, Tablemac S.A. debe prepararse para una devaluación del peso con respecto al dólar (Superfinanciera, 2015).

El escenario negativo que se presenta ante un posible incremento del dólar en el año 2015 puede causar efectos en el gasto y las inversiones del gobierno y un posible aumento de la inflación que puede conllevar a un aumento en las tasas de interés en la economía. Así las cosas, ante un incremento en las tasas de interés se presenta un encarecimiento del crédito, generando así una desaceleración en la construcción; es decir, una reducción en la demanda de productos de Tablemac S.A. (Superfinanciera, 2015).

Con respecto al escenario positivo que se presenta ante un posible incremento del dólar en el año 2015, Tablemac S.A. puede ser más competitivo para atender el mercado de las exportaciones y generar una mayor rentabilidad. Además, se puede presentar un incremento de precios de los productos importados, donde Tablemac S.A. puede obtener una ventaja competitiva en el mercado interno (Superfinanciera, 2015).

#### 5. Desarrollos recientes

En el año 2012 se construyó la fábrica de producción en Barbosa, Antioquia, enfocada en la línea de producción de tableros de fibra de madera de densidad media (MDF) y laminación de tableros con recubrimiento melamínico (Superfinanciera, 2015).

#### 6. Análisis de los competidores<sup>1</sup>

De acuerdo con un listado de las empresas líderes del sector de la madera para el período de 2009 a 2013, publicado en 2014 en LaNota, el primer lugar lo obtuvieron Madecentro Colombia y Districondor, el segundo lugar lo obtuvo Tablemac S.A. y el tercer lugar, la empresa Pizano (LaNota, 2014).

### DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

Juan Fernando Vásquez Duque, ingeniero mecánico de la Universidad Pontificia Bolivariana, ocupa el cargo de gerente general de Tablemac S.A. desde 2009, y durante

---

<sup>1</sup> Información de participación de Mercado actualizada, no se encuentra disponible en fuentes oficiales.

de su administración se han presentado eventos importantes que se enumeran a continuación (Superfinanciera, 2015).

En 2012, se construyó una fábrica de producción en Barbosa, Antioquia, que fue declarada Zona Franca permanente especial, donde se produce la línea de producción de tableros de fibra de madera de densidad media (MDF) y la laminación de tableros con recubrimiento melamínico (Superfinanciera, 2015).

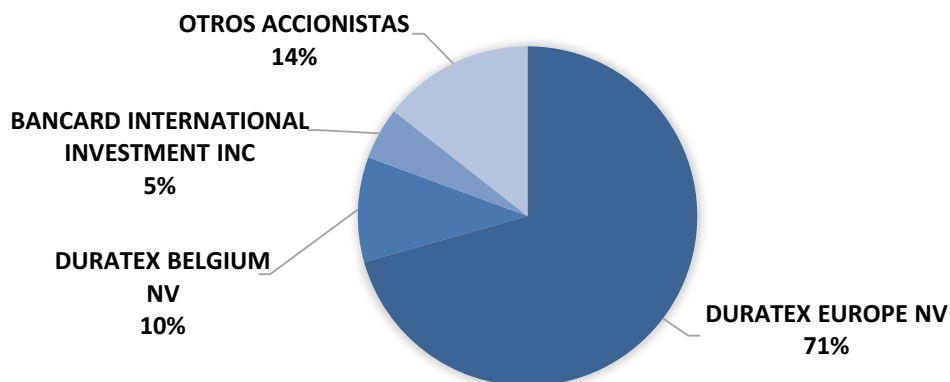
En agosto de 2012, Duratex S.A. realizó la compra de la empresa Tablemac S.A. Esto lo hizo a través de sus *holdings* de Duratex Belgium, de Bélgica, y Duratex Europe, de Holanda (Centralamericalink, 2012).

## ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

### 1. Principales accionistas

En la siguiente gráfica se presenta la composición accionaria de los principales accionistas de Tablemac S.A., al cierre del 31 de diciembre de 2014 (Superfinanciera, 2015).

GRÁFICA 2. PRINCIPALES ACCIONISTAS TABLEMAC S.A.



El principal accionista es Duratex S.A, con una participación del 80,62% (ver gráfica 2). Esta compañía fue constituida en 1950, en la ciudad de Sao Paulo, Brasil, y pertenece al sector privado. En la actualidad, es el mayor productor brasileño de tableros de madera, pisos, porcelana y accesorios de metal. Es líder en el mercado de su país, con las marcas Duraflor, Duratex, Deca e Hydra (Duratex S.A., 2015).

## 2. Liquidez accionaria

La acción de Tablemac S.A. está listada en la Bolsa de Valores de Colombia desde el 22 de junio de 1989 (Bolsa de Valores de Colombia, 2015).

Las acciones en circulación son 33.864.425.853,00, y es considerada como de baja bursatilidad en el mercado (Bolsa de Valores de Colombia, 2015).

## 3. Libre flotación

En la tabla 12, se demuestran las acciones flotantes que tiene Tablemac S.A. (Gerencie, 2009), de inversionistas con un porcentaje pequeño, que no tienen control sobre la compañía.

**Tabla 12. Acciones flotantes**

ACCIONISTA	PARTICIPACIÓN ACCIONARIA	NÚMERO DE ACCIONES
Constructora de Edificios S.A. Conedil S.A.	0,40%	134.680.208
Restrepo Posada Carlos Santiago	0,30%	100.369.983
Lachman Blumenkranz Raquel	0,26%	87.634.346
Wolff Correa Alberto	0,24%	81.031.151
Fundación Suramericana	0,24%	81.030.807
Micro Inversiones S.A.	0,23%	77.044.675
Fondo de Pensiones Protección	0,20%	68.406.920
Velásquez Londoño Edgar de Jesús	0,18%	62.419.615
Velásquez Trujillo Carlos Mario	0,18%	61.422.803
Uribe Posada Álvaro	0,18%	59.824.683
Gómez Calle Gabriel Felipe	0,16%	55.316.623
Cadavid González Fabio	0,14%	48.411.854
Otros accionistas con menor participación	4,79%	1.622.791.054
<b>TOTAL FLOTANTE</b>	<b>7,50%</b>	<b>2.540.384.722</b>

Fuente: Superfinanciera (2015).

## 4. Política de dividendos

La compañía no tiene una política de dividendos (ver tabla 13); sin embargo, estos son los datos históricos obtenidos.

Tabla 13. Datos históricos de los dividendos

	12/31/2012	12/31/2013	12/31/2014
+ Dividendos pagados	3.287	3.388	15
+ Ingreso neto	3.125	4.234	18.841
Número de acciones	25.398	33.864	33.864
Rentabilidad por dividendo	12,94%	10,00%	0,04%
Precio de la acción	8,35	8,00	8,00
Dividendo por acción	1,08	0,80	0,00

Fuente: Bloomberg (2015).

## RIESGOS DE INVERSIÓN

- **Riesgo de mercado**

La demanda de los productos de Tablemac depende del crecimiento de la economía del país, debido a que el sector de la construcción está directamente relacionado con la economía.

Por otro lado, el gobierno de Colombia les otorga una protección arancelaria a los importadores, donde pueden entrar con unos precios bajos en el mercado y ser más competitivos que el productor nacional.

Tablemac S.A. está mitigando este riesgo con inversión en tecnología, lo que genera una mayor productividad y le permite ser competitivo en el mercado.

- **Riesgo de tipo de cambio**

Se puede presentar un riesgo de tipo de cambio, en caso de que se presente una devaluación del peso frente al dólar, debido a que esta puede generar: aumento en las tasas de interés en la economía, encarecimiento en el crédito, desaceleración en el sector de la construcción y disminución en la demanda de los productos de madera. Con base en lo anterior, los importadores de productos de madera pueden presentar un incremento en los precios, lo que les genera una ventaja competitiva en el mercado a los productores nacionales, como Tablemac S.A. (Superfinanciera, 2015).

- **Riesgo de escasez de recursos naturales**

Este riesgo se puede materializar en el caso en que las plantaciones propias de Tablemac S.A. puedan presentar alguna plaga, incendio o nacionalización de bosques por parte del gobierno, o que los proveedores externos no les vendan madera.

La forma de mitigar este riesgo por parte de Tablemac S.A. es continuar con su alto compromiso con la responsabilidad ambiental en sus plantaciones, donde los productos son elaborados con maderas provenientes de bosques cultivados, y no de bosques nativos; es decir, que no hay tala de especies nativas de los bosques. Como insumo de producción, Tablemac S.A. hoy posee 2423 hectáreas de plantaciones de árboles, de las especies *Pinus Pátula*, *Cupressus*, *Lusitánica* y *Eucaliptus Grandis* (Tablemac S.A., 2015e).

- **Riesgo operativo**

Las plantaciones de madera se encuentran en diferentes regiones del país, y tienen un proceso que abarca desde su establecimiento, manejo y aprovechamiento de madera, hasta el transporte a las plantas de producción. El riesgo que se puede presentar, y que es difícil de mitigar, es que los grupos al margen de la ley no les permitan su normal funcionamiento.

- **Riesgo financiero**

El principal accionista de Tablemac S.A. es Duratex S.A., que es una empresa sólida en el mercado brasilero, y tiene como principal accionista al banco más grande de Brasil, Itaú. Con base en esta información, no se evidencia un riesgo financiero para Tablemac S.A., debido a que tiene un músculo financiero que lo respalda.

- **Riesgo de procesos internos**

No se establecen riesgos de procesos internos, es una empresa que tiene un alto conocimiento en el desarrollo de sus productos y, en caso de necesitar mejorar algunos procesos, tiene la ayuda de su principal accionista Duratex S.A.

- **Riesgo sindical**

Tablemac S.A. tiene un sindicato, con nombre Sintratablemac, que vela por el bienestar y la integridad del trabajador. Se puede materializar este riesgo, cuando el gremio sindical no permita una óptima producción de la empresa (Sintratablemac, 2015).

- **Riesgo legal o de regulación**

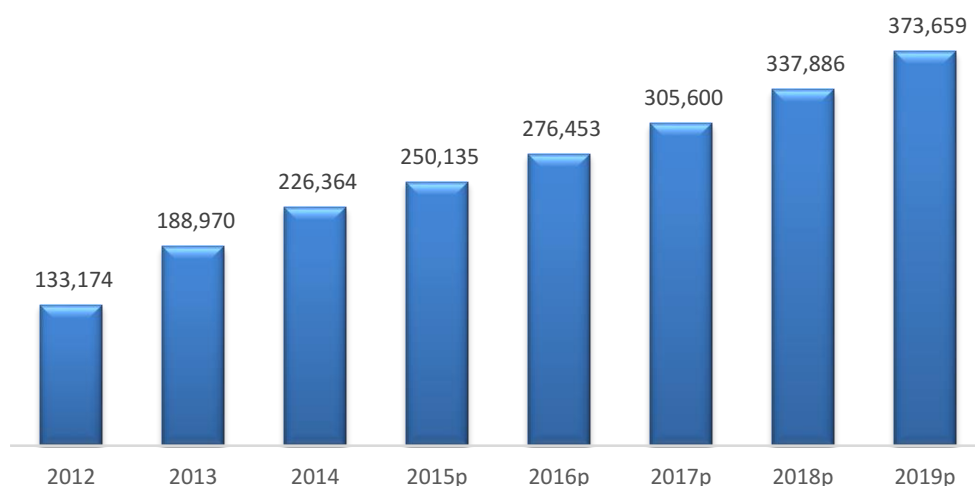
En caso de que haya cambios en la normatividad de Colombia, el sector de la madera se puede afectar de forma negativa, debido a que se pueden presentar mayores costos operacionales, incremento en la inversión en tecnología y plantaciones y desinversión extranjera en el país.

## EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

### 1. Supuestos de operación

#### Ventas estimadas

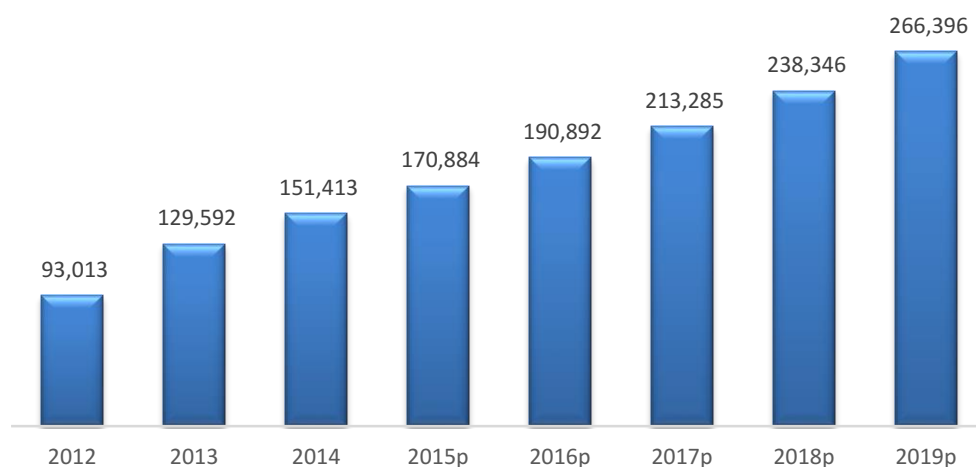
Gráfica 3. Ventas netas



Cifras en COP mm

Durante los últimos dos últimos años, la compañía ha crecido en promedio un 30% (ver gráfica 3). De acuerdo con la investigación realizada, el sector maneja un múltiplo entre 2 y 3 veces el crecimiento del PIB (para los próximos años se proyectan cifras entre el 4% y el 4,5%), por lo cual, para la valoración se consideró un crecimiento de las ventas del 10,5%, consistente con estas proyecciones (Bancolombia, 2015).



**Costo de la mercancía vendida****Gráfica 4. Costo de ventas**

Cifras en COP mm.

Se proyecta un crecimiento anual del 12% para los próximos 5 años. Históricamente, la compañía ha crecido en promedio un 23%, pero como el crecimiento de los ingresos se está estimando con cifras conservadoras respecto de sus históricos, se consideran los costos en función de mantener el margen bruto (ver gráfica 4).

**Gastos de administración y de ventas****Gráfica 5. Gastos operacionales**

Cifras en COP mm.

Los gastos de administración, como los gastos de ventas, son intensivos en personal (ver gráfica 5). Se realizó una clasificación de cada uno de los rubros que componen ambas cuentas, y se proyectaron de acuerdo con su naturaleza como fijos (estos se ajustaron con

porcentajes entre IPC o IPC + 1%) o variables (estos conservaron su relación actual, de acuerdo con las ventas).

## 2. Supuestos de inversión

### CAPEX y activos fijos

Se considera un valor para la reposición de activos, que equivale al 4,5% del valor de las ventas de cada año. Este valor no incluye CAPEX para expansiones o construcciones de nuevas plantas de producción. En cuanto al desarrollo de nuevas plantas, no se cuenta con información por parte de Tablemac S.A., al considerarla de carácter confidencial (ver tabla 14).

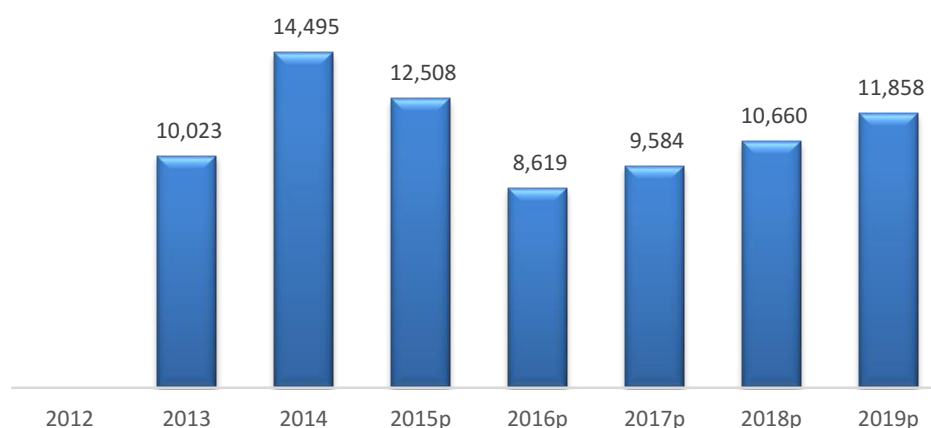
**Tabla 14. Inversión Capex**

	2015	2016	2017	2018	2019
CAPEX (COP mm)	11.256	12.440	13.752	15.205	16.815

## 3. Capital de trabajo neto operativo

Se proyecta una inversión que oscila entre los \$10.000 y los \$12.000 millones de pesos al año (ver gráfica 6). Esa cifra es resultante del cálculo de las diferentes rotaciones de cada uno de los rubros (ver tabla 15). Estos valores fueron calculados de acuerdo con los valores históricos y el comportamiento evidenciado:

**Gráfica 6. Capital de trabajo neto operativo**



Cifras en COP mm.

**Tabla 15. Capital de trabajo neto operativo**

Capital de trabajo neto operativo	Días de rotación
Deudores	76 días de ingresos
Inventarios	118 días de costo
Costo y gastos por pagar	28 días de costo
Cultivos en desarrollo a corto plazo	12 días de costo
Obligaciones laborales	4 días de costo
Provisiones y reservas	4 días de costo

#### 4. Hipótesis financieras

##### Estructura financiera. D/E ratio

Tablemac S.A., al corte de 2014 tiene una relación deuda/patrimonio del 24,2%. Durante los próximos años la compañía deberá amortizar el 68% del valor total de las deudas financieras. Se considera, para efectos de la valoración, que estas amortizaciones de capital se realizarán de acuerdo con los planes de pago de cada una de dichas obligaciones y que el valor restante del endeudamiento se mantiene como deuda para capital de trabajo de la compañía, conservando una rotación de 11,5 días de ingresos.

Se calculó el costo promedio ponderado de la deuda financiera y se obtuvo el siguiente resultado (ver tabla 16).

**Tabla 16. Tasa de interés**

Tasa de interés	Monto	%
9,7%	15.594.767	3,1%
6,8%	33.484.292	4,6%
	49.079.059	7,7%

#### 5. Impuestos

La tasa de impuesto de renta en Colombia se encuentra alrededor del 38% de las utilidades antes de impuestos. Tablemac S.A. tiene beneficios tributarios importantes, al tener instalada su planta producción de MDF en Barbosa, Antioquia. La zona en la que se encuentra esta planta es considerada como Zona Franca, lo que implica que su tasa de impuestos es considerablemente inferior a la tasa teórica. Se realizó el cálculo de la tasa

de impuesto de renta real para el año 2014, y se encontró que ésta es del 20% de la utilidad antes de impuestos.

De acuerdo con esta información, y ante la imposibilidad de realizar consolidaciones de balances que puedan considerar este efecto, se utilizó para los siguientes años de proyección un valor del 25% de impuesto de renta. El 5% adicional se estima, pues se evidencia que para años anteriores la empresa contaba con descuentos de pérdidas fiscales de años anteriores.

## FUENTES DE INFORMACIÓN CONFIABLES

- Badenes, C., Santos, J., y Fernández, P. (1999). Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables. En IESE Publishing. Recuperado en agosto de 2015, de <http://www.iese.com/es/introduccion-a-la-valoracion-de-empresas-por-el-metodo-de-los-multiplos-de-compa-ias-comparables-5623.html>
- Bancolombia (2015). Investigaciones Económicas. En Bancolombia. Recuperado en julio de 2015, de <http://investigaciones.bancolombia.com/InvEconomicas/home/homeinfo.aspx>
- Bloomberg (2015). TABLEMA CB equity. En Bloomberg. Recuperado en septiembre de 2015, de [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)
- Bolsa de Valores de Colombia (2015). Tablemac. En BVC. <http://lanota.com/index.php/CONFIDENCIAS/Ranking-2013-lideres-industria-de-la-madera-de-Colombia.html>
- Centralamericalink (2012). Duratex de Brasil compra colombiana de Tablemac. En Centralamericalink. Recuperado en septiembre de 2015, de [http://www.centralamericalink.com/es/Noticias/Duratex\\_de\\_Brasil\\_compra\\_colombiana\\_Tablemac/](http://www.centralamericalink.com/es/Noticias/Duratex_de_Brasil_compra_colombiana_Tablemac/)
- Damodaran, A. (2015). Betas by sector (US). En Damodaran Online. Recuperado en julio de 2015, de [http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)
- Duratex S.A. (2015). Nossa Empresa. En Duratex. Recuperado en agosto de 2015, de [http://www.duratex.com.br/pt/Nossa\\_Empresa/Duratex.aspx](http://www.duratex.com.br/pt/Nossa_Empresa/Duratex.aspx)
- Gerencie (2009). ¿Qué es eso de las acciones flotantes? En gerencie.com. Recuperado en septiembre de 2015, de <http://www.gerencie.com/que-es-eso-de-las-acciones-flotantes.html>
- LaNota (2014). Ranking 2013 líderes industria de la madera de Colombia. En LaNota. Recuperado en mayo de 2015, de <http://lanota.com/index.php/CONFIDENCIAS/Ranking-2013-lideres-industria-de-la-madera-de-Colombia.html>
- Productos de Colombia (2014). Madera Colombiana. En Productos de Colombia.com. Recuperado en julio 2015, de <http://productosdecolombia.com/main/Colombia/Madera.asp>
- Rivela, A. (2013). Valoración de empresas: Método de descuento de flujos de caja. En Finance Weblog. Recuperado en mayo de 2015, de <http://finance.blogs.ie.edu/archives/2013/09/valoracion-de-empresas-metodo-de-descuento-de-flujos-de-caja.php>
- Sintratablemac (2015). Sintratablemac, trabajando juntos por un mañana más justo. Recuperado en octubre 2015, de <http://sintratablemac-com.webnode.es/>
- Superfinanciera (2015). Registro Nacional de Valores y Emisores – RNVE. En Superintendencia Financiera de Colombia. Recuperado en septiembre de 2015,

de

<https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=80102>

Tablemac S.A. (2015a). Informes de Resultados 2014. En Tablemac S.A. Recuperado en agosto de 2015, de

[http://www.tablemac.com/images/Informe\\_de\\_Resultados\\_2014\\_defft.pdf](http://www.tablemac.com/images/Informe_de_Resultados_2014_defft.pdf)

Tablemac S.A. (2015b). Nuestra Empresa. En Tablemac S.A. Recuperado en agosto de 2015, de <http://www.tablemac.com/empresa-tablemac>

Tablemac S.A. (2015c). Oficinas y plantas. En Tablemac S.A. Recuperado en agosto de 2015, de <http://www.tablemac.com/empresa-tablemac/tablemac-sa/oficinas-y-plantas>

Tablemac S.A. (2015d). Productos. En Tablemac S.A. Recuperado en agosto de 2015, de <http://www.tablemac.com/productos>

Tablemac S.A. (2015e). Responsabilidad ambiental. En Tablemac S.A. Recuperado en agosto de 2015, de <http://www.tablemac.com/empresa-tablemac/somos-una-empresa-verde/responsabilidad-ambiental>

**ANEXOS**

**Informes de resultados 2014, Tablemac S.A. (2015a)**

Balance general	2012	2013	2014		2012	2013	2014
Activos corrientes				Pasivo corriente			
Disponible	4.353.682	2.633.707	11.594.168	Obligaciones financieras	7.145.302	12.597.570	15.594.767
Inversiones temporales	18.048.947	282.089	78.458	Proveedores	7.354.140	11.898.726	12.336.407
Deudores	24.255.252	31.616.780	47.224.891	Cuentas por pagar	8.505.748	9.099.756	10.499.479
Provisión de deudores			(1.156.232)	Dividendos por pagar	53.412	51.922	37.027
Inventarios	34.016.902	41.050.830	40.505.129	Impuestos, gravámenes y tasas	3.726.851	5.740.564	4.475.775
Provisión de inventarios			(2.876.319)	Obligaciones laborales	1.183.517	1.386.805	1.671.969
Cultivos en desarrollo a corto plazo	-	2.503.378	3.576.758	Pasivos estimados y provisiones		1.533.663	1.052.029
Gastos pagados por anticipado	369.730	510.756	405.879	Otros pasivos	1.291.466	1.287.846	2.342.197
<b>Total activos corrientes</b>	<b>81.044.513</b>	<b>78.597.540</b>	<b>99.352.732</b>	<b>Total de los pasivos corrientes</b>	<b>29.260.436</b>	<b>43.596.852</b>	<b>48.009.650</b>
Activos no corrientes				Pasivos no corrientes			
Inversiones permanentes	10.182	10.182	10.182	Obligaciones financieras	55.991.060	39.542.295	33.484.292
Cultivos en desarrollo largo plazo	12.431.744	17.500.532	18.343.461	Impuestos, gravámenes y tasas	1.758.541		
Propiedades, planta y equipo, neto	184.335.931	180.509.971	177.817.486	<b>Total de los pasivos no corrientes</b>	<b>57.749.601</b>	<b>39.542.295</b>	<b>33.484.292</b>
Terrenos	23.409.026	23.449.906	23.521.232	<b>Total pasivos</b>	<b>87.010.037</b>	<b>83.139.147</b>	<b>81.493.942</b>
Otros no depreciables	-	499.183	1.657.209	Capital social	47.410.196	47.410.196	47.410.196
Propiedad, planta y equipo	325.522.671	336.794.707	344.933.607	Superávit de capital	102.471.794	102.471.794	102.471.794
Depreciación acumulada	164.595.766	180.233.825	192.294.562	Reservas	18.216.604	12.124.735	16.756.024
Activos diferidos	14.375.261	12.712.649	16.382.161	Resultados del ejercicio y anticipos	(3.125.427)	3.967.658	18.056.688
Amortizaciones			(5.480.617)	Resultados del ejercicio			
Otros activos	1.808.016	1.805.099	1.926.481	Revalorización del patrimonio	42.022.443	42.022.443	42.022.443
Amortizaciones			(140.799)	Superávit por valorizaciones	67.629.800	109.979.942	109.979.942
Valorizaciones de activos	67.629.800	109.979.942	109.979.942	<b>Patrimonio de los accionistas</b>	<b>274.625.410</b>	<b>317.976.768</b>	<b>336.697.087</b>
<b>Total de los activos no corrientes</b>	<b>280.590.934</b>	<b>322.518.375</b>	<b>318.838.297</b>	<b>Total pasivo + patrimonio</b>	<b>361.635.447</b>	<b>401.115.915</b>	<b>418.191.029</b>
<b>Total activos</b>	<b>361.635.447</b>	<b>401.115.915</b>	<b>418.191.029</b>				

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.



BALANCE PROYECTADO. Miles de Pesos (.000 COP)

Balance general	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p		2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
Activos corrientes											
						Pasivo corriente					
Disponible						Obligaciones financieras	11.408.080	14.239.450	11.697.313	10.642.923	11.769.733
Inversiones temporales	6.613.358	19.613.895	22.401.515	33.638.320	52.812.468	Proveedores	14.170.757	15.871.248	17.775.798	19.908.894	22.297.961
Deudores	52.184.130	57.674.805	63.755.388	70.490.993	77.954.170	Cuentas por pagar	12.095.707	13.547.192	15.172.855	16.993.598	19.032.829
Provisión de deudores	(1.173.759)	(1.193.040)	(1.214.248)	(1.237.577)	(1.263.239)	Dividendos por pagar	37.027	37.027	37.027	37.027	37.027
Inventarios	50.724.494	56.811.434	63.628.806	71.264.262	79.815.974	Impuestos, gravámenes y tasas	6.154.852	6.864.082	7.713.709	8.481.282	8.965.780
Provisión de inventarios	(4.470.360)	(6.157.254)	(7.927.785)	(9.789.710)	(11.745.848)	Obligaciones laborales	1.923.057	2.153.824	2.412.283	2.701.757	3.025.967
Cultivos en desarrollo corto plazo	5.172.567	5.793.275	6.488.468	7.267.084	8.139.134	Pasivos estimados y provisiones	1.636.774	1.833.187	2.053.169	2.299.550	2.575.496
Gastos pagados por anticipado	576.187	645.330	722.769	809.501	906.642	Otros pasivos	2.189.075	2.451.764	2.745.976	3.075.493	3.444.552
<b>Total activos corrientes</b>	<b>119.626.616</b>	<b>133.188.444</b>	<b>147.854.912</b>	<b>172.442.874</b>	<b>206.619.300</b>	<b>Total de los pasivos corrientes</b>	<b>49.615.330</b>	<b>56.997.774</b>	<b>59.608.130</b>	<b>64.140.522</b>	<b>71.149.346</b>
Activos no corrientes						Pasivos no corrientes					
Inversiones permanentes	10.182	10.182	10.182	10.182	10.182	Obligaciones financieras	33.484.292	17.943.450	5.981.150	-	-
Cultivos en desarrollo largo plazo	21.827.368	24.446.652	27.380.250	30.665.881	34.345.786	Impuestos, gravámenes y tasas					
Propiedades, planta y equipo, neto	174.129.930	170.382.668	166.571.783	162.693.279	158.743.110	<b>Total de los pasivos no corrientes</b>	<b>33.484.292</b>	<b>17.943.450</b>	<b>5.981.150</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.



Estado de resultados	2012	2013	2014
<b>Ingresos operacionales</b>			
Ventas nacionales	121.251.489	165.433.324	203.667.437
Ventas exportación	11.922.141	23.536.896	22.696.332
<b>Ventas netas</b>	<b>133.173.630</b>	<b>188.970.220</b>	<b>226.363.769</b>
Costo de ventas	93.013.103	115.161.293	140.475.211
Depreciaciones y amortizaciones		14.430.311	10.937.435
<b>Utilidad bruta</b>	<b>40.160.527</b>	<b>59.378.616</b>	<b>74.951.123</b>
<b>Gastos operacionales</b>	<b>27.767.327</b>	<b>38.698.056</b>	<b>45.256.818</b>
<b>De administración</b>	<b>7.326.949</b>	<b>8.632.204</b>	<b>9.928.798</b>
<b>De venta</b>	<b>20.440.378</b>	<b>30.065.852</b>	<b>35.328.020</b>
<b>Utilidad operacional</b>	<b>12.393.200</b>	<b>20.680.560</b>	<b>29.694.305</b>
<b>EBITDA</b>	<b>13.011.890</b>	<b>36.318.619</b>	<b>41.755.042</b>
Ingresos (egresos) no operacionales	(12.185.375)	(9.851.740)	(6.123.188)
Ingresos financieros	5.725.961	13.552.238	25.781.995
Gastos financieros	13.740.552	21.347.256	32.606.158
Otros ingresos	825.711	1.758.461	1.586.235
Otros egresos	4.996.495	3.815.183	885.260
<b>Utilidad antes impuestos</b>	<b>207.825</b>	<b>10.828.820</b>	<b>23.571.117</b>
Provisión para impuesto sobre la renta y para la equidad - CREE	3.214.915	6.595.161	4.729.957
<b>Utilidad neta</b>	<b>(3.007.090)</b>	<b>4.233.659</b>	<b>18.841.160</b>

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Estado de resultados	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
<b>Ingresos operacionales</b>					
Ventas nacionales	224.034.181	246.437.599	271.081.359	298.189.495	328.008.444
Ventas exportación	26.100.782	30.015.899	34.518.284	39.696.027	45.650.430
<b>Ventas netas</b>	<b>250.134.963</b>	<b>276.453.498</b>	<b>305.599.643</b>	<b>337.885.521</b>	<b>373.658.874</b>
Costo de ventas	157.332.236	176.212.105	197.357.557	221.040.464	247.565.320
Depreciaciones y amortizaciones	13.551.823	14.679.997	15.927.114	17.305.985	18.830.843
<b>Utilidad bruta</b>	<b>79.250.903</b>	<b>85.561.396</b>	<b>92.314.972</b>	<b>99.539.072</b>	<b>107.262.711</b>
<b>Gastos operacionales</b>	<b>49.502.387</b>	<b>54.268.413</b>	<b>59.443.215</b>	<b>65.196.677</b>	<b>71.559.853</b>
<b>De administración</b>	<b>10.915.061</b>	<b>11.814.909</b>	<b>12.745.306</b>	<b>13.798.866</b>	<b>14.967.268</b>
<b>De venta</b>	<b>38.587.326</b>	<b>42.453.504</b>	<b>46.697.909</b>	<b>51.397.811</b>	<b>56.592.585</b>
<b>Utilidad operacional</b>	<b>29.748.517</b>	<b>31.292.982</b>	<b>32.871.756</b>	<b>34.342.395</b>	<b>35.702.858</b>
<b>EBITDA</b>	<b>44.692.146</b>	<b>47.480.652</b>	<b>50.434.625</b>	<b>53.425.748</b>	<b>56.467.676</b>
Ingresos (egresos) no operacionales	(5.129.110)	(3.836.653)	(2.016.920)	(417.268)	160.260
Ingresos financieros					
Gastos financieros	5.811.353	4.483.619	2.606.595	943.922	291.465
Otros ingresos	1.656.029	1.718.130	1.767.956	1.822.763	1.877.446
Otros egresos	973.786	1.071.165	1.178.281	1.296.109	1.425.720
<b>Utilidad antes impuestos</b>	<b>24.619.407</b>	<b>27.456.329</b>	<b>30.854.836</b>	<b>33.925.127</b>	<b>35.863.118</b>
Provisión para impuesto sobre la renta y para la equidad - CREE	6.154.852	6.864.082	7.713.709	8.481.282	8.965.780
<b>Utilidad neta</b>	<b>18.464.555</b>	<b>20.592.247</b>	<b>23.141.127</b>	<b>25.443.845</b>	<b>26.897.339</b>

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Flujo de caja	2013	2014
Flujo de caja operacional	20.680.560	29.694.305
(-) impuestos	6.595.161	4.729.957
NOPLAT	14.085.399	24.964.348
(+) Depreciación y amortización	16.595.488	13.570.970
(=) Flujo de caja bruto	30.680.887	38.535.318
(-) capital de trabajo	10.023.289	14.494.856
<b>Total flujo libre</b>	<b>20.657.598</b>	<b>24.040.462</b>
Flujo de caja de inversión		
Adquisición / venta de activos	11.272.036	8.138.900
<b>Total flujo de caja de inversión</b>	<b>11.272.036</b>	<b>8.138.900</b>
<b>FCL</b>	<b>9.385.562</b>	<b>15.901.562</b>

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Flujo de caja	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
Flujo de caja operacional	29.748.517	31.292.982	32.871.756	34.342.395	35.702.858
(-) impuestos	6.154.852	6.864.082	7.713.709	8.481.282	8.965.780
NOPLAT	23.593.665	24.428.900	25.158.047	25.861.113	26.737.078
(+) Depreciación y amortización	16.555.198	17.893.844	19.354.607	20.968.607	22.746.618
(=) Flujo de caja bruto	40.148.863	42.322.744	44.512.654	46.829.720	49.483.697
(-) capital de trabajo	12.508.001	8.619.167	9.584.493	10.659.986	11.858.482
<b>Total flujo libre</b>	<b>27.640.861</b>	<b>33.703.577</b>	<b>34.928.161</b>	<b>36.169.734</b>	<b>37.625.215</b>
Flujo de caja de inversión					
Adquisición / venta de activos	11.256.073	12.440.407	13.751.984	15.204.848	16.814.649
<b>Total flujo de caja de inversión</b>	<b>11.256.073</b>	<b>12.440.407</b>	<b>13.751.984</b>	<b>15.204.848</b>	<b>16.814.649</b>
<b>FCL</b>	<b>16.384.788</b>	<b>21.263.170</b>	<b>21.176.177</b>	<b>20.964.886</b>	<b>20.810.565</b>

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

<b>Valor de la compañía</b>	
WACC promedio 5 años	9,78%
Valor presente FCL período explícito	76.124.820
g	3%
Promedio FCL 5 años	20.119.917
Valor residual	296.915.117
Años	6
(+) Valor presente del valor de continuidad	169.660.331
Relación valor residual/valor negocio	69%
<b>(=) Valor operaciones de Tablemac S.A.</b>	<b>245.785.151</b>
(+) Inversiones permanentes	10.182
(+) Excesos de liquidez	11.672.626
(=) Valor activos	257.467.959
(-) Saldo deuda 2014	49.079.059
<b>(=) Valor patrimonio</b>	<b>208.388.900</b>
Nº de acciones en circulación	33.864.425.853
<b>Precio objetivo</b>	<b>6,2</b>
Valor mercado 2 de octubre 2015	6,5
<b>Potencial de valorización</b>	<b>-5%</b>

## 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