

Enka de Colombia S. A.

BVC: ENKA

Primera cobertura o cobertura continua

Fecha de valoración: enero de 2019

Recomendación: comprar

Precio de la acción y valor del COLCAP

Precio de la acción: COP 7,57 (enero 2019)

Índice IGBC: no participa en el índice

ENKA posee un potencial de valorización muy positivo, ya que actualmente está respaldando su crecimiento en una estrategia sostenible –el desarrollo de negocios “verdes” y el aprovechamiento de los residuos sólidos– que apalancará el incremento del valor de la acción al estar en congruencia con las políticas ambientales globales y las regulaciones nacionales que buscan cada vez más el cuidado del medioambiente. Desde el punto de vista macroeconómico se espera un dólar a la alza impactando positivamente los ingresos de ENKA por su alta concentración en ventas en el exterior.

El precio esperado a diciembre de 2019 es de 34,66

Tabla de valoración con los datos financieros más destacados

	2018	2019 (P)	2020 (P)	2021 (P)	2022 (P)	2023 (P)
Margen Neto	1,95%	2,61%	3,25%	3,98%	4,75%	5,47%
Margen Operacional	3,34%	4,16%	5,01%	5,90%	6,82%	7,77%
Flujo de Caja Libre	8,754	9,485	13,486	18,151	24,112	31,256
WACC	11,46%	11,96%	11,79%	11,58%	11,32%	11,32%
ROE	2,01%	2,84%	3,72%	4,75%	5,86%	6,94%

Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización bursátil: COP 89.009.350 (enero de 2019)

Número de acciones en circulación: 11.773.724.183 (enero de 2019)

Volumen promedio diario del último año: 762.884,50

Bursatilidad: media-baja

Participación en el índice: COLEQTY: 0,03 %

COLSC: 2,03 %

Cotiza en: Bolsa de Valores de Colombia (BVC)

Beta: 1,1146 (calculado)

Rango en el último año: COP 6,50-8,95

Apreciación global de la compañía

Localización: Medellín, Antioquia, Colombia

Industria: petroquímica

Descripción: empresa dedicada a la producción de fibras, resinas, hilazas sintéticas de poliéster, nailon y filamentos

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

Analistas:

Juanita Bermúdez García

Estefanía Botero Sierra

Directora de la investigación de inversión:

Sandra Constanza Gaitán Riaño

Asesor de investigación:

Óscar Eduardo Medina

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO



Figura 1. Enka de Colombia S. A. Desempeño del precio accionario
 Fuente: Bloomberg (s. f.).

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Se recomienda comprar la acción de Enka de Colombia S. A. (en adelante Enka) por las razones siguientes: 1) su valor está apalancado en la estrategia de ser una empresa sostenible en la que más del 51 % de sus materias primas son recicladas; 2) el crecimiento sostenido en mercados estratégicos a nivel mundial, donde ofrece precios competitivos y es reconocida por la buena calidad de sus productos; 3) la modernización industrial que ha tenido en los últimos 15 años, en los cuales ha reinventado el 90 % de los productos que comercializa actualmente; y 4) los activos operacionales con los que cuenta; a pesar de tener baja liquidez en el mercado accionario, la compañía conserva un importante potencial de valorización.

La valorización de la acción mostró un incremento significativo –aproximadamente COP 25 por acción– es decir, un crecimiento de más del 100 % de la acción proyectado [Tabla 1].

Valor calculado la acción	34,63
Valor nominal de la acción en libros	10,000
Valor generado por acción frente al valor nominal	24,63
Valor en el mercado de la acción a diciembre 28 de 2018	7,00
Valor generado por acción frente al valor en el mercado (BVC)	27,63

Tabla 1. Enka de Colombia S. A. Valor calculado por acción [COP]
 Fuente: elaboración de las autoras.

TESIS DE INVERSIÓN

Se recomienda comprar la acción de Enka en razón a la fortaleza de su estrategia de sostenibilidad. En la actualidad, su línea de negocios “verdes” representa cerca del 32 % de las ventas de la compañía (Grupo Bancolombia, s. f.).

En el corto plazo, dicho segmento se podría ver favorecido por la entrada de dos nuevos proyectos: la planta de poliolefinas, cuyo objetivo es darles valor agregado a los subproductos –tapas y etiquetas– del reciclaje que hace a las botellas de PET (*polyethylene terephthalate*, tereftalato de polietileno); y la modernización de la planta EKO Fibras.

En el mediano y el largo plazo, la mayor demanda de productos reciclados le ofrece la oportunidad de competir con la diferencia de precios que se manejan en otros países, donde el PET reciclado se negocia con una prima sobre el PET virgen.

En referencia al crecimiento de la compañía en los mercados estratégicos, las oportunidades están en los acuerdos bilaterales vigentes, el alivio en los trámites de exportación dispuesto por el Gobierno y la expectativa de una TRM alta en los próximos períodos; sin embargo, su alta exposición al *dumping*, el contrabando de materias primas y los bajos precios de algunos productos que maneja China son amenazas.

Cabe destacar que la acción de Enka está respaldada por los activos que posee tanto operacionales como en terrenos; según el Grupo Bancolombia (s. f.), estos últimos corresponden a COP 5,50/acción. La compañía tiene una promesa de compraventa firmada de una parte de estos terrenos con la empresa Conconcreto S. A. S. por valor de COP 12.747 millones.

Amparada en la Ley 550 (Colombia, Congreso de la República, 1999), la compañía suscribió un acuerdo de reestructuración en 2002 que termina el 31 de diciembre de 2021 (Enka, 2003); se espera que con la buena posición de caja y la liquidez que posee actualmente pueda haber reparto de dividendos para esta fecha.

VALORACIÓN

Para dar la recomendación de compra de acciones de Enka se utilizó el método de flujo de caja descontado, en el que se generan valores proyectados y se utilizan supuestos de operación y crecimiento. La decisión para su aplicación se basó en el hecho de considerar la compañía como un ente generador de flujos futuros de fondos. El método de flujo de caja descontado ha sido calificado como el único conceptualmente correcto, ya que calcula el valor de una empresa por su capacidad de generar efectivo en el futuro, detallando cuidadosamente, para cada período, un pronóstico de la generación de los flujos de caja.

En este orden de ideas se realizó un análisis de sensibilidad para estimar la variación de la acción de la compañía respecto a los cambios del mercado, comparando el WACC (*weighted average cost of capital*, coste promedio ponderado del capital) con la tasa de crecimiento o valor de continuidad; para los diferentes escenarios, el resultado arroja un rango de valor unitario de la acción entre 32,62 y 37,10 [Tabla 2].

Valor unitario de la Acción			WACC				
			-100 pb	-50 pb	Base	+50 pb	+100 pb
			10,96%	11,46%	11,96%	12,46%	12,96%
Tasa de Crecimiento	-100 pb	0,36%	32,62	32,62	32,62	32,62	32,62
	-50 pb	0,86%	33,58	33,58	33,58	33,58	33,58
	Base	1,36%	34,63	34,63	34,63	34,63	34,63
	+50 pb	1,86%	35,80	35,80	35,80	35,80	35,80
	+100 pb	2,36%	37,10	37,10	37,10	37,10	37,10

Tabla 2. Enka de Colombia S. A. Análisis de sensibilidad

Fuente: elaboración de las autoras.

Para el cálculo del WACC se utiliza la relación deuda/Equity teoría sustraída de damodaran y para la tasa libre de riesgo se utilizaron los Betas de Damodaran para la industria química, con la información histórica de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años [Tabla 3].

WACC (weighted average cost of capital)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Risk Free Rate (Usd Trsy 10 y, Bloomberg)	2,90%	2,90%	2,90%	2,90%	2,90%	2,90%	2,90%
PRIMA RIESGO PAÍS	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%
TASA LIBRE DE RIESGO COLOMBIA	5,15%	5,15%	5,15%	5,15%	5,15%	5,15%	5,15%
Beta no apalancado (Damodaran)	1,1146	1,1146	1,1146	1,1146	1,1146	1,1146	1,1146
Beta apalancado	1,3545	1,3582	1,3582	1,3618	1,3655	1,3691	1,3691
Equity Risk Premium (Damodaran)	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%
Prima de Riesgo EQUITY	8,64%	8,66%	8,66%	8,68%	8,71%	8,73%	8,73%
Prima de Riesgo de la Empresa	0,72%	0,72%	0,72%	0,72%	0,72%	0,72%	0,72%
Cost of Equity (Ke) USD	12,26%	12,28%	12,28%	12,31%	12,33%	12,35%	12,35%
Devaluación (diferencial de inflación) COP/USD	1,94%	1,17%	1,75%	1,51%	1,21%	0,87%	0,87%
Cost of Equity (Ke) COP	14,44%	13,59%	14,25%	14,00%	13,69%	13,33%	13,33%
WACC (weighted average cost of capital)	12,08%	11,46%	11,96%	11,79%	11,58%	11,32%	11,32%

Tabla 3. Cálculo del WACC (2017- 2026P)

Fuente: elaboración de las autoras.

VALORACIÓN CON MÚLTIPLOS

La valoración con múltiplos es el ratio entre el valor de empresa (*enterprise value*, EV) y el EBITDA (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*; beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización). El EBITDA, utilizado comúnmente en la valoración de empresas por el método de múltiplos, es un multiplicador que ayuda a obtener el valor de mercado de los activos de una empresa sobre los recursos que genera – independientemente de cómo esté financiada–, excluyendo intereses e impuestos, su tasa impositiva y su política de amortizaciones (Peiro Ucha, s. f.). En otras palabras, determina si la empresa incorpora mayor o menor valor que el directamente relacionado con los recursos generados y, por tanto, si su gestión es superior o inferior a los resultados obtenidos.

La fórmula de cálculo es la siguiente:

$$EV/EBITDA = \frac{(\text{Capitalización bursátil} + \text{Deuda neta})}{EBITDA} = \frac{\text{Enterprise Value}}{EBITDA}$$

Para realizar la valoración por múltiplos de Enka y poder determinar si su precio en el mercado accionario está por encima o por debajo de los múltiplos que manejan empresas comparables, se determinan, según este ratio, los valores que cada una de ellas tienen [Tabla 4].

COMPAÑÍA	PAIS	MONEDA	P/E	PVL	EV/EBITDA	ROE	EBITDA
BRASKEM S.A.	BRASIL	BRL	8	5,2	5	63,41%	12.300
MEXICHEM SAB DE CV	MEXICO	USD	477	27,7	95	5,81%	1.106
ALPEK SA DE CV	MEXICO	MXN	- 10	1,4	11	-14,39%	7.483
UNIPAR CARBOCLORO SA	BRASIL	BRL	4	1,1	3	28,52%	631
GRUPO POCHTECA SAB DE CV	MEXICO	MXN	- 19	1,0	6	-5,29%	361
OXIQUM SA	CHILE	CLP	9	2,4	7	25,82%	28.085
ALFA SAB de CV	MEXICO	MXN	- 0,1	0,0	3	-1,55%	55.179
MEDIANA			4	1,4	6	5,8%	7.483
ENKA	COLOMBIA	COP	61	0,3	7	0,46%	23.095

* Sociedad anónima bursátil de capital variable.

Tabla 4. Valoración por múltiplos en empresas comparables a Enka

Fuente: elaboración de las autoras a partir de datos obtenidos de las compañías.

La Tabla 4 muestra los siguientes resultados:

- El valor por múltiplos del EBITDA es muy cercano al del promedio de la industria: 7 contra 6.
- El valor del PVL (precio de valor en libros) es muy inferior al del promedio del mercado: 0,3 contra 1,4.

Esto indica que la compañía tiene posibilidades de una valorización en el mercado.

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

El sector textil-confección, una de las actividades más antiguas e influyentes en el desarrollo industrial de Colombia, ha tenido un adelanto importante a nivel mundial y nacional, y representa el 8,8 % del PIB de la industria manufacturera del país (Colombia, Superintendencia de Sociedades, Supersociedades, 2017).

El proceso de producción, comercialización y venta de este sector en Colombia se desarrolla alrededor de tres grandes pilares. El primero –al cual Enka está adscrito– es el de los proveedores que instalan en el mercado los insumos primarios de la industria; en el segundo están las empresas textiles de hilaturas; y en el tercero, las empresas de confección encargadas de la elaboración de los productos finales.

La generación de valor de Enka está enfocada en dos estrategias: la primera, el refuerzo de las políticas y prácticas de sostenibilidad ambiental, fortaleciendo las plantas que reciclan y procesan los envases PET para convertirlos en resinas que sirven para el re-empaque de bebidas y alimentos, y la elaboración microfibras de nailon y poliéster para la fabricación de llantas y redes de pesca; la segunda, el aumento de las exportaciones mediante acuerdos comerciales con socios extranjeros.

Factores macroeconómicos

El comportamiento del sector textil-confección se ha visto afectado por diferentes factores macroeconómicos: la falta de mano de obra para la elaboración de prendas, el contrabando de textiles y de confecciones asiáticas y la desaceleración económica, que les restan dinámica a las compras del consumidor de a pie. Igual sucede con la fluctuación de la TRM, que golpea a las empresas afectando sus inventarios y los ingresos por ventas al exterior.

Cabe mencionar que Enka es una empresa regulada por la Superintendencia de Sociedades y supervisada por la Superintendencia Financiera de Colombia.

Indicadores de desempeño del sector textil-confección

Los indicadores de desempeño utilizados tanto por Enka como por el sector textil-confección están divididos así:

- **Indicadores financieros:** miden la capacidad financiera de una empresa: ingresos operacionales, EBITDA, utilidad neta, capital disponible y endeudamiento, entre otros.
- **Indicadores sociales:** miden el impacto social que genera la operación de una empresa: el número de empleados, la seguridad en el trabajo y el rango de salarios, entre otros.
- **Indicadores ambientales:** miden el impacto ambiental que produce una empresa: el porcentaje de reutilización de recursos para las materias primas

usadas, la eficiencia en el consumo de energía y la disposición de desechos, entre otros.

Determinantes de los precios

El determinante de los precios de Enka está estrechamente relacionado con el comportamiento del dólar y del petróleo. A la compañía le conviene un dólar alto, porque el 95 % de sus ventas está dolarizado. Los empresarios del sector textil-confección creen que ha llegado el momento de sacarle provecho a una coyuntura en la que la tasa de cambio es su principal aliada. No obstante, los precios también dependen de las importaciones de Asia; a la hora de competir con estos gigantes, sus bajos costos de mano de obra y de materiales ponen en aprietos a la compañía.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

1. Historia, localización e infraestructura

ENKA de Colombia S. A. es una sociedad anónima constituida en Colombia el 8 de septiembre de 1964 e inscrita en la Cámara de Comercio de Medellín para Antioquia. Su actividad económica principal se desarrolla en el sector petroquímico, con la producción de fibras, resinas e hilazas sintéticas de poliéster, nailon y filamentos. Asimismo, a través de su filial EKO Red, la compañía recolecta envases PET que procesa en su planta ubicada en el municipio de Girardota (departamento de Antioquia) y utiliza como materia prima para sus productos.

Acogiéndose a la Ley 550 (Colombia, Congreso de la República, 1999), la compañía inició en 2002 un proceso de reestructuración avalado por la Superintendencia Financiera de Colombia (ENKA, 2003). A través de este proceso, Enka creó unos acuerdos con sus acreedores internos y externos que le han permitido regular su operación.

En 2013, la compañía inauguró la primera planta industrial recicladora de PET en Colombia, con capacidad para producir 18.000 toneladas anuales de resina reciclada. Y en el mismo año inició operaciones la filial EKO Red para la captación de envases pos-consumo, con presencia en 24 departamentos y

acopios propios en las principales ciudades del país. Asimismo, culminó la construcción de la planta de generación de energía, que ha abastecido gran parte de las necesidades de la compañía hasta el día de hoy.

Para 2014, Enka reciclaba aproximadamente un millón de botellas diarias, lo que la convirtió en la líder en el sector del reciclaje en Colombia y en la mayor fabricante de fibras del Grupo Andino (Rincón, Blanco, Martínez, Alvarado y Vásquez, 2015). Con la continua evolución y la gran inversión en tecnologías, la compañía logró cambiar productos de bajo rendimiento por bienes de alto valor agregado, y, junto con su optimización de costos, aumentó en el 5 % las exportaciones de 2017 con relación a 2016, sin dejar de mencionar los buenos desempeños que logró entre esos años.

Ya para 2016, las ventas siguieron mostrando panoramas aceptables, en especial las de EKO PET, que creció el 38 % en volumen, y las de la lona para llantas, que generó el 35 % de las ventas del negocio.

2. Análisis FODA: fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas

FORTALEZAS	OPORTUNIDADES
<ul style="list-style-type: none"> • La capacidad de la compañía para generar casi la totalidad de la energía que consume en su principal planta, lo que la lleva a optimizar costos. • La diversificación de los ingresos de la compañía con productos que son menos afectados por los diversos ciclos económicos, debido a su mayor valor agregado. • La optimización de los costos que se viene observando en los últimos años, gracias a la buena administración. • Los buenos niveles de liquidez que fortalecen su flujo de caja y, a su vez, hacen manejables los niveles de deuda. • No tener cargas tributarias ni de intereses tan altas como las de empresas no acogidas al beneficio del acuerdo de reestructuración, que contribuyen a mejorar el flujo de caja y contribuyen a la expansión y la inversión de proyectos. • La diversificación que se viene dando en los últimos años en sus líneas de productos para satisfacer un mercado más especializado y exigente. 	<ul style="list-style-type: none"> • Las oportunidades de exportación que se presentan a nuevos mercados, gracias a los acuerdos bilaterales y a la facilitación del proceso por parte del Gobierno. • La creciente conciencia social generada por temas como el reciclaje, que lleva a clientes y proveedores a la fidelización con la compañía. • El desarrollo del sector textil-confección, ya que este representa un porcentaje significativo dentro del PIB del país. • Los beneficios e incentivos que el Gobierno y la comunidad internacional les dan a empresas con sentido social o “verde”.

DEBILIDADES	AMENAZAS
<ul style="list-style-type: none"> • El acogimiento a la Ley 550 entre 2002 y 2021 ubica a la compañía en una posición poco favorable en relación a la libertad de inversión y el reparto de dividendos. • El sector en el que opera es altamente competitivo y sensible. • La obsolescencia tecnológica a la que se ve expuesta por el rápido avance en tecnologías industriales la obliga a asumir altos costos en las renovaciones. • De la totalidad de sus trabajadores, más del 40 % se encuentra sindicalizado; esta situación genera obstrucciones en algunos procesos y ya ha generado diversos conflictos laborales entre los empleados y los directivos. 	<ul style="list-style-type: none"> • La compañía se encuentra altamente expuesta a variables exógenas como la volatilidad de las tasas de cambio, ya que el 80 % de sus materias primas son importadas y más del 30 % de sus ingresos provienen de las exportaciones. • El sector textil-confección es altamente afectado por el contrabando de productos similares, como filamentos de nailon y materias primas para la industria textil. • Las grandes importaciones provenientes de países asiáticos de productos de la misma línea, a precios más económicos. • La creciente eliminación de medidas proteccionistas para el sector en el que opera la compañía, debido al aumento de los tratados y acuerdos de comercio exterior. • El costo de la mano de obra colombiana está por encima del de otros países productores de fibras y filamentos. • Las líneas de negocio tradicionales de la compañía están estrechamente ligadas a los ciclos económicos propios de la industria en la que se encuentran, y estas representan más del 60 % de los ingresos.

Fuente: elaboración de las autoras.

3. Productos y servicios

Enka cuenta con cuatro líneas de productos que tienen múltiples usos en diferentes industrias.

- **Hilos industriales:** usados para diversos propósitos en diferentes sectores. Se identifican por su alta resistencia a factores que destruyen otros materiales. Dentro de esta línea se encuentran los hilos de alta tenacidad, las cuerdas de nailon y la lona del mismo material para las llantas.
- **Fibras:** la fibra patentada por la compañía, denominada Corlen® Fibra, es usada para diferentes hilaturas, rellenos, geotextiles y abrasivos.
- **Filamentos:** se dividen en filamentos Corlen® y filamentos de nailon como el Kaylon y los elastómeros recubiertos y especializados.
- **Resinas:** producidas a partir de diferentes polímeros de nailon y poliéster. Dentro de ellas se encuentran las resinas PET, las de nailon y las de poliéster.

4. Estrategia empresarial

La estrategia principal de la compañía es hacer inversiones en innovación y tecnología que permitan una producción con valor agregado, bajo los más altos estándares de calidad, y la consolidación de inversiones en proyectos estratégicos que ayuden a la eficiencia operacional y, a su vez, incrementen las posibilidades de diversificar los mercados en los que opera, fortaleciendo su competitividad y facilitando su gestión de riesgo. Para lograrlo, Enka se apoya en los tratados de libre comercio, que ofrecen mecanismos que facilitan las exportaciones; un ejemplo de esto es Estados Unidos, donde su participación ha crecido más del 120 % en los últimos años.

Igualmente, la compañía está haciendo inversiones los llamados negocios “verdes”, cuya bandera es el cuidado del medioambiente y el crecimiento sostenible para las futuras generaciones; así, está creando conciencia social, generando empleos en zonas con dificultades y mejorando la calidad de vida de los municipios en los que opera.

5. Desarrollos recientes

Desde 2016, más del 80 % de la producción de la compañía corresponde a nuevos productos. La administración comprendió que el mercado de los textiles como *commodities* iba a ser dominado rápidamente por los asiáticos, y este hecho la llevó a impulsarse fundamentalmente en la sostenibilidad como su pilar principal.

Para el mismo año (2016), más del 40 % de los productos provenían del material reciclado de los envases PET que, para 2009, era de solo el 9 %. Fue así como la compañía siguió haciendo inversiones en su planta de reciclaje, que había inaugurado en 2013, y ya para 2018 complementó su producción con el reciclaje del único desperdicio que generaba la operación: las tapas y las etiquetas de los envases.

6. Análisis de los competidores

Enka no cuenta con una competencia directa significativa en el mercado nacional, pues es la única empresa especializada en la fabricación y comercialización de las fibras y filamentos derivados de procesos innovadores

como el reciclaje del PET. Sin embargo, sí tiene competidores internacionales: los países de la región Asia-Pacífico, en particular China, el mayor exportador y productor mundial de insumos textiles.

En América Latina, los competidores se encuentran en Brasil –Fortrade, Ledervin, Polienka y Cobafi– y en México –Filamentos Mexicanos, Lenzing, Hirlón y Novalon.

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

Los principales elementos de la estructura de gobierno corporativo de la compañía son los siguientes:

- Asamblea general de accionistas
- Junta directiva
- Comité de auditoría
- Principales administradores de la sociedad
- Sistema de control interno

La junta directiva de la compañía es un órgano compuesto por consejeros elegidos por la asamblea de accionistas que tienen un amplio conocimiento y experiencia en las áreas de finanzas corporativas, derecho comercial, mercado de capitales, banca de inversión y estrategia corporativa. Adicionalmente cuenta con consultores de diferentes ramas como la energética y la innovación.

Los miembros de junta directiva son los siguientes:

- Ana María Giraldo Mira
- Jorge Mario Valderrama Vélez
- Alejandro Sanín Campillo
- Jean Pierre Serani Toro
- Diego Andrés Restrepo Rada
- Darío Gutiérrez Cuartas
- Rafael Ignacio Posada Peláez

Además de la junta directiva está el comité de auditoría –que se despliega de ella–, reglamentado por el Código de Buen Gobierno de la compañía.

El revisor fiscal es elegido por la asamblea general de accionistas a partir de una lista presentada por la junta directiva.

La administración ha mostrado un buen desempeño en el manejo de la reestructuración.

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

1. Principales accionistas

La asamblea general de accionistas está compuesta en su totalidad por los accionistas inscritos en el *Libro de Registros de Acciones*. Dicha asamblea es el máximo órgano social de la compañía y su funcionamiento y atribuciones se encuentran reglamentados por la ley y por los estatutos de la sociedad.

La compañía cuenta con 11.773.724.183 acciones en circulación, con una liquidez accionaria media-baja, y 20 principales accionistas a corte de diciembre de 2016 [Tabla 5].

Nombre Accionista	Tipo Identificación	Identificación	No. Acciones Poseídas	% Participación
Jara Albarracín Manuel Guillermo	CC	19354408	2,018,312,858	17.14%
Grupo De Inversiones Suramericana S.A.	NIT	8110122713	1,973,612,701	16.76%
C.I. Ayura S.A.	NIT	8600433450	1,397,496,600	11.87%
Velez Trujillo Inés Helena	CC	43004366	907,255,349	7.71%
Inversiones Cfn S.A.S.	NIT	8110136362	776,582,042	6.60%
Inversiones Y Construcciones Estratégicas S.A.S.	NIT	9001706937	429,096,673	3.64%
Duque Acevedo Sofía Patricia	CC	43522230	257,123,349	2.18%
Villa Ángel Carlos Andres	CC	70552934	256,024,407	2.17%
Universidad Pontificia Bolivariana	NIT	8909029226	181,699,552	1.54%
P.A. Fabricato Tejicondor - Fid. Bancolombia	NIT	8300545390	154,059,736	1.31%
Euler Hermes Servicios, S. A. De C. V.	NIT	9001924587	144,841,971	1.23%
Villa Duque Sofía	CC	1152205565	113,937,738	0.97%
Villa Duque Carlos Santiago	CC	1152217575	113,937,738	0.97%
Autotecnica Colombiana S.A.S	NIT	8909003170	110,877,071	0.94%
Fundación Suramericana	NIT	8909104711	100,000,000	0.85%
Fundación El Remanso	NIT	8909845650	99,414,254	0.84%
Fundación La Orquídea	NIT	8909817725	99,243,607	0.84%
Agudelo Trujillo Josefina Maria	CC	42871896	85,430,000	0.73%
Inmobiliaria Los Altos S.A.	NIT	8301164716	67,878,126	0.58%
Duque Acevedo Andres Ernesto	CC	98547384	65,955,383	0.56%
Otros accionistas con menor participación			2,420,945,028	20.56%
Total acciones ordinarias			11,773,724,183	
Total Acciones en Circulación			11,773,724,183	100%

Tabla 5. Enka de Colombia S. A. Listado de los accionistas

Fuente: elaboración de las autoras.

1. Liquidez accionaria

La compañía tiene una liquidez accionaria media-baja y 20 principales accionistas a corte de diciembre de 2016.

2. Libre flotación

Según la Bolsa de Valores de Colombia, las acciones en libre flotación son 11.773.724.183.

3. Política de dividendos

La compañía no cuenta con una política de repartición de dividendos, ya que desde 2002 se acogió a la Ley 550; este acuerdo la obliga a destinar los dividendos generados para el pago de sus obligaciones.

RIESGOS DE INVERSIÓN

- **Riesgo de operación**

- a. **Cadena de abastecimiento**

El de suministros es uno de los principales riesgos operacionales de la compañía, pues la compra de materias primas es una de las funciones más importantes que dan entrada a sus procesos de producción.

- b. **Obsolescencia tecnológica**

Enka deber realizar altas inversiones económicas en tecnología para la producción y transformación de sus materias primas que requieren constante actualización, e igualmente mantener un presupuesto de inversión para evitar la materialización del riesgo.

- **Riesgo sindical**

El sindicato Sintraconversa acoge a más de 400 de los 900 empleados que tiene la compañía; esta situación esto genera riesgos de conflictos laborales entre los empleados y las directivas, y si se materializa una negociación entre ambas partes podría desatarse riesgos operacionales.

- **Riesgo de mercado**

- a) **Riesgo de tasa de cambio**

La compañía matriz de Enka realiza operaciones internacionales que la exponen al riesgo de tasa de cambio, especialmente en referencia al dólar estadounidense. Los riesgos de tipo de cambio corresponden a las siguientes transacciones: exportaciones en dólares, ventas indexadas a dólares, ventas atadas a la TRM del mes anterior, compra de materias primas en dólares y endeudamiento en moneda diferente a la cual están indexados sus flujos.

El área financiera de la compañía matriz controla periódicamente la posición neta de los activos y los pasivos en dólares. Con el objetivo de mitigar el riesgo de tipo de cambio, la política de cobertura se basa en los flujos de efectivo futuros provenientes de transacciones altamente probables, identificadas en el presupuesto general de la compañía matriz, y apunta

mantener un equilibrio entre los flujos indexados en dólares y las coberturas naturales presentes. Su objetivo es minimizar la exposición de los flujos al riesgo de variaciones en el tipo de cambio. Los instrumentos derivados utilizados actualmente para dar cumplimiento a la política corresponden a *forwards* de tipo de cambio y operaciones collar.

b) Riesgo de precios

La compañía matriz está expuesta al riesgo de precios de los bienes que adquiere para el desarrollo de sus operaciones; por esta razón efectúa la negociación de contratos de compra para asegurar un suministro continuo, en algunos casos a precios fijos.

- **Riesgo de crédito**

La cartera de los clientes internacionales y nacionales se encuentra amparada con una póliza de seguro de crédito que garantiza su pago y asegura el retorno del capital de trabajo. La compañía matriz cuenta con procedimientos para asegurarse de que las ventas sean efectuadas a clientes con historias de crédito apropiadas, y para ello aplica una metodología de asignación de cupos basada en análisis cualitativos y cuantitativos de los clientes que incluye la presentación de documentos que certifiquen su adecuada constitución legal y su información financiera debidamente certificada.

- **Riesgo de liquidez**

El riesgo de liquidez es el riesgo de no poder cumplir de manera oportuna y eficiente los flujos de caja esperados e inesperados, vigentes y futuros, sin afectar el curso de las operaciones diarias o la condición financiera de la compañía matriz. Este riesgo se manifiesta en la insuficiencia de activos líquidos disponibles para cumplir con lo anterior y/o en la necesidad de asumir costos inusuales de fondeo. La administración de la compañía matriz hace un manejo prudente este riesgo, manteniendo reservas suficientes de efectivo o equivalentes de este y disponiendo de líneas de crédito; de este modo mantiene una política de liquidez según el flujo de capital de trabajo, ejecutando los compromisos de pago a los proveedores en conformidad con la

política establecida. Esta gestión se apoya en la elaboración de flujos de caja y de presupuesto, que son revisados periódicamente, y permiten determinar la posición necesaria de tesorería para atender las necesidades de liquidez.

- **Riesgo de tasa de interés**

Las variaciones de las tasas de interés modifican el valor razonable de aquellos activos y pasivos que devengan una tasa de interés fija, así como los flujos futuros de los activos y pasivos referenciados a una tasa de interés variable.

El objetivo de la gestión del riesgo de tasa de interés es alcanzar un equilibrio en la estructura de la deuda que permita minimizar su costo con una volatilidad reducida.

Dependiendo de las estimaciones de la compañía matriz y de los objetivos de la estructura de la deuda, se realizan operaciones de cobertura mediante la contratación de derivados que mitiguen estos riesgos. Los instrumentos utilizados actualmente para dar cumplimiento a la política corresponden a *swaps*, que intercambian la tasa variable por una fija.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

1. Supuestos de operación

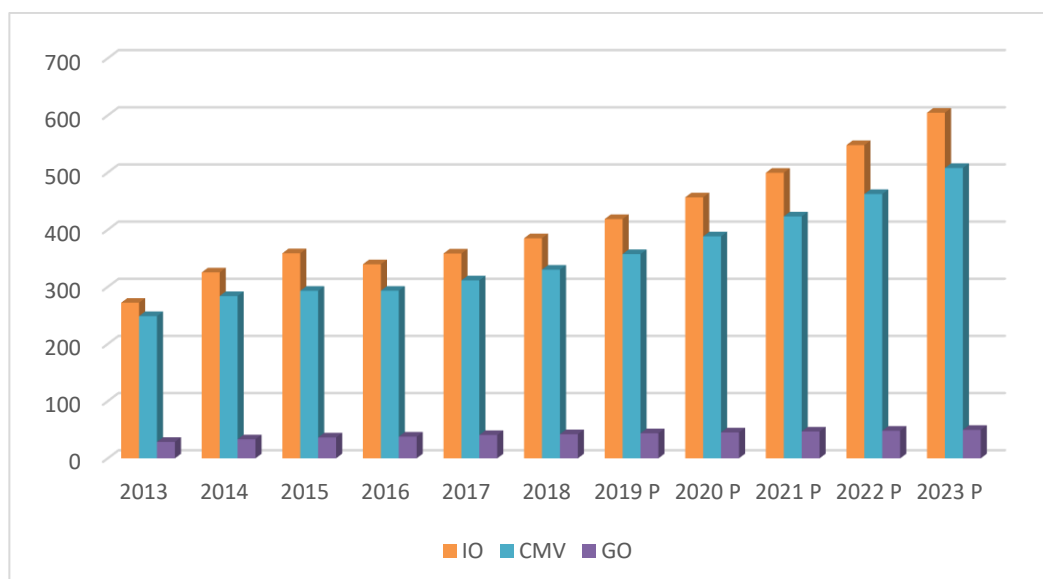


Figura 2. Enka de Colombia S. A. Supuestos de operación (2013-2023 P)

Fuente: elaboración de las autoras.

- **Ventas estimadas**

El crecimiento en ventas de la compañía se proyectó en un escenario expansionista en el que se espera que tanto las ventas nacionales como las exportaciones crezcan gradualmente hasta llegar a un aumento del 9 % (crecimiento real) en los próximos ocho años y del 12,27 % nominal en el mismo período. Esta meta se puede fundamentar a través de un IPC proyectado, la expectativa de la TRM al alza, los aportes al crecimiento en la venta de tapas y etiquetas de la nueva planta de poliolefinas y la modernización de EKO Fibras. Para este cálculo se tomaron valores proyectados de los supuestos del crecimiento del IPC y de la tasa de cambio USD/COP [Tabla 6].

Generador Macroeconomico	PROYECCIONES								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Inflacion al consumidor IPC (Var % anual, fin de año)	3,30%	3,90%	3,65%	3,35%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Tasa de cambio USDCOP (promedio año)	2.830	2.950	2.990	3.050	3.100	3.100	3.100	3.100	3.100

Tabla 6. Enka de Colombia S. A. Ventas estimadas (2018-2026).

Fuente: elaboración de las autoras.

Históricamente, la compañía ha tenido mucha inestabilidad en el crecimiento de sus ventas; sin embargo, con la nueva –y prometedora– estrategia y la renovación industrial contemplada, es muy probable que pueda competir nacional e internacionalmente con productos de altos estándares de calidad y así maximice sus ventas [Tabla 7].

Históricos de crecimiento	2014	2015	2016	2017
Crecimiento nominal	19,503 %	10,282 %	-5,374 %	5,573 %
Crecimiento real	15,283 %	3,289 %	-10,519 %	1,425 %

Tabla 7. Enka de Colombia S. A. Histórico de las ventas (2014-2017)

Fuente: elaboración de las autoras.

- **Costo de la mercancía vendida**

El costo de la mercancía vendida por la compañía es muy constante: se mantiene en promedio en el 82 % de sus ingresos operacionales. La razón de esta estabilidad reside en las labores y los proyectos sostenibles en los que ha

incursionado en los últimos años, por ejemplo, la planta de generación de energía y el reciclaje de sus materias primas.

En 2015, la compañía reportó el porcentaje de costo/ingreso más bajo de los últimos años: el 77,46 %; y para 2017 fue del 82,60 %. Con las inversiones en nuevas tecnologías y la re-utilización de materias primas, en el mediano plazo tendrá una ventaja sobre sus competidores; por esta razón, en la valoración se puede perfectamente proyectar un escenario en el que dicho porcentaje bajará gradualmente hasta llegar al 80 % en los próximos nueve años [Tabla 8].

2013	2014	2015	2016	2017
87,27 %	83,28 %	77,46 %	81,80 %	82,60 %

Tabla 8. Enka de Colombia S. A. Porcentaje histórico del costo atado al ingreso (2013-2017)

Fuente: elaboración de las autoras.

- **Gastos de administración y de comercialización**

Los gastos de administración y ventas han sido muy constantes durante los últimos años: el 11 % en promedio con respecto a las ventas. Según la proyección propuesta en este informe, estos gastos podrán subir un poco y de manera gradual en los próximos nueve años, debido a las expectativas en el alza del salario mínimo y el IPC; esta situación puede generarle a la compañía mayores costos en los rubros de mantenimiento, honorarios, salarios y seguros, entre otros.

Sin embargo, el indicador de las ventas muestra que estas disminuirán paulatinamente hasta alcanzar el 6,5 %, en razón a que el aumento porcentual de las ventas es mayor que el aumento porcentual de los costos de administración y ventas.

2. Supuestos de inversión

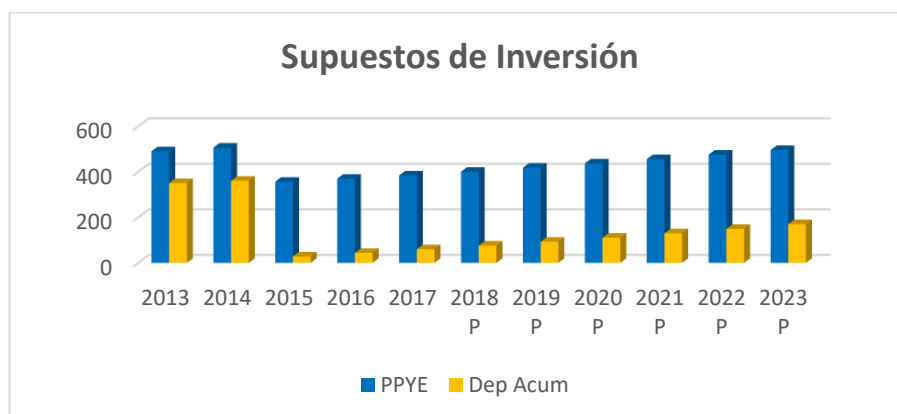


Figura 3. Enka de Colombia S. A. Supuestos de inversión (2013-2023 P)
Fuente: elaboración de las autoras.

- **CAPEX y activos fijos**

La compañía ha realizado grandes inversiones en los últimos años que se ven reflejadas en los altos valores de depreciación acumulada que muestran los libros. Para efectos de esta valoración se pretende mantener constantes los valores de inversión de la compañía más altos que los de la depreciación acumulada, con el fin de seguir invirtiendo dicha depreciación en el mantenimiento de equipos y la reposición de partes importantes de la propiedad.

3. Capital de trabajo neto operativo (KTNO)

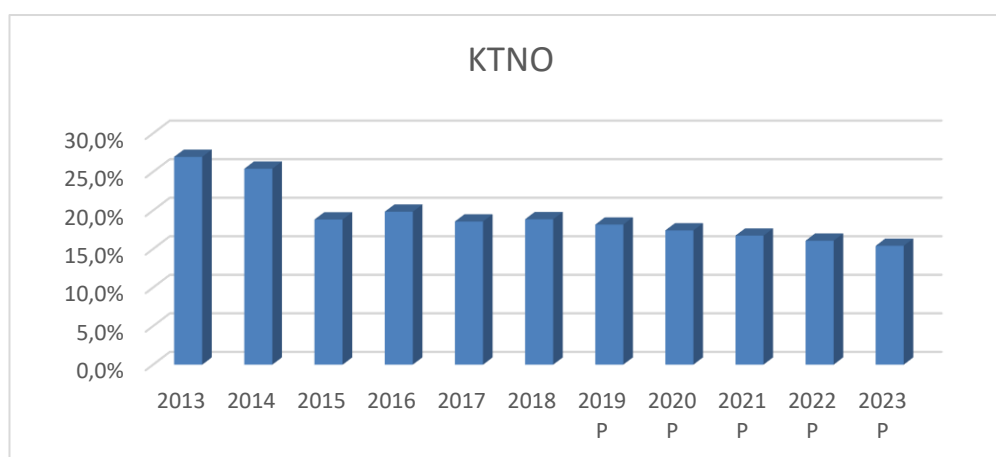


Figura 4. Enka de Colombia S. A. Capital de trabajo neto operativo, KTNO (2013- 2023 P)
Fuente: elaboración de las autoras.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018 P	2019 P	2020 P	2021 P	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P
KTNO	26,9%	25,4%	18,8%	19,8%	18,6%	18,9%	18,2%	17,4%	16,7%	16,1%	15,4%	14,8%	14,1%	13,5%

Tabla 9. Enka de Colombia S. A. Capital de trabajo neto operativo, KTNO (2013- 2023 P)

Fuente: elaboración de las autoras.

• Supuestos

El KTNO está compuesto por los activos corrientes operacionales de la compañía, es decir, los deudores a corto plazo, los inventarios y los pasivos corrientes operacionales: proveedores, cuentas por pagar, obligaciones laborales y otros pasivos estimados (operacionales) y provisiones.

En este informe, el KTNO se proyecta con una disminución a través de los años, indicador positivo para el precio de la compañía, ya que a menor KTNO se necesita menos dinero para operar. Este objetivo se puede alcanzar en un escenario positivista en el que las cuentas por cobrar y la rotación de inventarios disminuye en proporción al comportamiento histórico que ha tenido la compañía.

4. Hipótesis financieras

- Estructura financiera. Razón D/E (deuda/equity)

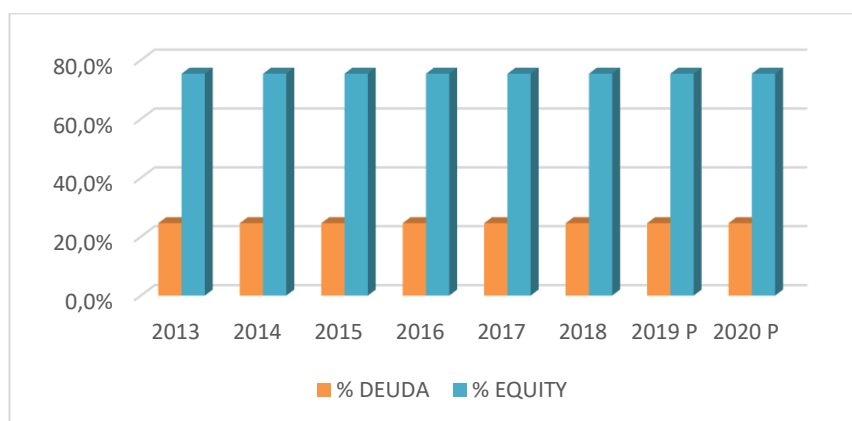


Figura 5. Enka de Colombia S. A. Razón D/E (2013-2023 P)

Fuente: elaboración de las autoras.

En referencia a la estructura deuda/equity se espera que la compañía conserve la estructura que ha venido manejando históricamente, en la que su principal fuente de financiación es el patrimonio.

5. Impuestos

Para esta valoración se toma el impuesto de renta proyectado según la reforma tributaria de 2018, en la cual se elimina la sobretasa de impuestos y se distribuye el impuesto de renta de la siguiente manera:

- 33 % para el año gravable 2019
- 32 % para el año gravable 2020
- 31 % para el año gravable 2021
- 30 % a partir del año gravable 2022

El cálculo del impuesto por pagar se realizó a partir de la información arrojada en la proyección de los estados financieros [Tabla 10].

	2017	2018 P	2019 P	2020 P	2021 P	2022 P
Total Impuestos	-3,640	-5,103	-6,518	-8,295	-10,605	-13,133

Tabla 10. Enka de Colombia S. A. Cálculo del impuesto por pagar (2017-2022 P)
Fuente: elaboración de las autoras.

La compañía pagará el valor mayor entre el impuesto de renta líquida y el impuesto de renta presuntiva, la renta que la ley asume que debe producir el patrimonio de Enka.

FUENTES DE INFORMACIÓN CONFIABLES

- Alfa (2019). *Informe anual 2018* [en línea]. Disponible en <https://www.alfa.com.mx/down/informes/InformeAnual18.pdf>
- Alpek (2018). *Informe anual 2017* [en línea]. Disponible en <http://www.alpek.com/pdf/2018/ALPEK-Informe-anual-2017.pdf>
- Arias Jiménez, F. (2016). Puntadas y cortes que debe dar el sector textil en 2017 para seguir vigente. *El Colombiano* [en línea, 29 de enero]. Disponible en <http://www.elcolombiano.com/negocios/sector-textil-confeccion-desafios-y-retos-LI5831184>
- Bloomberg (s. f.). Enka de Colombia S. A. *Stock quote* [en línea]. Disponible en <https://www.bloomberg.com/quote/ENKA:CB>
- Colombia, Congreso de la República (1999). *Ley 550*. Bogotá: Diario Oficial 43940. Disponible en http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/ley_0550_1999.html
- Colombia, Superintendencia de Sociedades, Supersociedades (2017). *Desempeño del sector textil-confección. Informe* [en línea]. Disponible en <https://incp.org.co/Site/publicaciones/info/archivos/Textiles.pdf>
- Dinero (2016). El sector textil vive su cuarto de hora gracias a la devaluación. *Revista Dinero* [en línea, 2 de abril]. Disponible en <http://www.dinero.com/edicion-impresas/negocios/articulo/resultados-del-sector-textil-en-el-ano-2016-en-colombia/218787>
- Enka (2003). *Acuerdo de reestructuración empresarial de Enka de Colombia S. A. en el marco de la Ley 550 de 1999* [en línea]. Disponible en http://www.enka.com.co/enka/index.php/es/content/download/247/4232/file/AcuerdodeReestructuracionEnka_Reforma5.pdf
- Enka (2016). *Informe anual 2015. Estados financieros individuales* [en línea]. Disponible en http://www.enka.com.co/enka/index.php/es/content/download/157/1846/file/informe_anual_2013.pdf

- Enka (2019). *Informe anual. Estados financieros separados 2018* [en línea].
Disponible en
http://www.enka.com.co/enka/index.php/es/content/download/157/1855/file/informe_anual_2016.pdf
- Grupo Bancolombia (s. f.). *Capital Inteligente. Mercado de capitales* [en línea].
Disponible en
<https://www.grupobancolombia.com/wps/portal/empresas/capital-inteligente/mercado-capitales?categoria=Mercado%20de%20capitales>
- Inexmoda (s. f.). *Resultados de búsqueda para: “sector textil”* [en línea].
Disponible en <http://inexmoda.org.co/?s=sector+textil>
- Mexichem (2018). *Reporte anual 2017* [en línea]. Disponible en
<https://www.mexichem.com/wp-content/uploads/2018/05/Reporte-anual-2017-FINAL.pdf>
- Oxiquim S. A. (2018). *Estados financieros consolidados 2017* [en línea].
Disponible por descarga en
http://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?auth=&send=&mercado=V&rut=80326500&rut_inc=&grupo=0&tipoentidad=RVEMI&vig=VI&row=AAAwy2ACTAAABzaAAG&mm=03&aa=2018&tipo=C&orig=lista&control=svs&tipo_norma=IFRS&pestanía=3
- Peiro Ucha, A. (s. f.). Valor de empresa/EBITDA – EV/EBITDA. *Economipedia* [en línea]. Disponible en <https://economipedia.com/definiciones/valor-de-empresa-ebitda-ev-ebitda.html>
- Rincón, E., Blanco C., Martínez, Y., Alvarado Ó. y Vásquez, Y. (2015). *Reinvención Enka de Colombia* [en línea, noviembre]. Disponible en
<http://polux.unipiloto.edu.co:8080/00002796.pdf>
- Rojas T., J. F. (2016). *Enka busca exportar a los mercados de China e India: Hincapié* (entrevista con Álvaro Hincapié Vélez). *El Colombiano* [en línea, 29 de marzo]. Disponible en
<https://www.elcolombiano.com/negocios/enka-y-sus-planos-para-2016-KM3824581>
- Unipar Carbocloro (2019). *Demonstrações Anuais Completas* [en línea].
Disponible por descarga en

[http://www.uniparcarbocloro.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28
&tipo=48829&v=1](http://www.uniparcarbocloro.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=48829&v=1)

BALANCE PROYECTADO. Millones de COP

BALANCE GENERAL

AL 31 DE DICIEMBRE DE:

CIFRAS EXPRESADAS EN MILLONES DE PESOS COLOMBIANOS

	2013	2014	2015	2016	2017
Disponible	21,287	10,649	14,820	18,039	14,105
Inversiones temporales, neto	1,782	1,529	5,720	1,247	1,592
Deudores, neto	71,335	93,004	62,722	65,809	80,615
Inventarios, neto	59,175	63,512	67,631	49,511	59,910
Gastos pagados por anticipado	0,663	0,802	0,957	0,968	0,901
Instrumentos Financieros	-	-	0,238	0,683	0,644
Terrenos para la venta	-	-	-	-	12,110
Total de los activos corrientes	154,242	169,496	152,088	136,257	169,877
Deudores no corrientes, neto	-	-	0,522	0,386	0,590
Inversiones permanentes, neto	1,211	1,464	-	-	-
Propiedades, planta y equipo, neto	139,331	145,827	328,421	325,905	324,538
Derechos en fideicomiso de garantía,	0,397	0,255	-	-	-
Propiedades de Inversion (Arriendos)	-	-	61,963	65,146	54,900
Total de los activos no corrientes	140,939	147,546	390,906	391,437	380,028
Valorizaciones	246,601	246,601	-	-	-
Exceso del avalúo técnico de PPYE	246,601	246,601	-	-	-
Activos por impuestos diferidos	-	-	-	-	-
Total de los activos	<u>541,782</u>	<u>563,643</u>	<u>542,994</u>	<u>527,694</u>	<u>549,905</u>
Obligaciones financieras	13,174	22,284	10,220	8,829	6,075
Proveedores	33,748	56,379	47,301	33,676	48,636
Cuentas por pagar	8,093	5,489	5,727	5,574	15,985
Impuestos, gravámenes y tasas	2,239	2,613	3,706	3,510	2,683
Obligaciones laborales	8,476	6,133	6,166	6,165	6,455
Pasivos estimados y provisiones	6,832	5,845	3,632	2,574	2,904
Bonos en circulación	0,670	0,670	0,670	0,670	0,670
Total de los pasivos corrientes	73,232	99,413	77,422	60,998	83,408
Obligaciones financieras	43,926	49,537	54,998	43,757	40,246
Proveedores	4,736	4,272	3,865	3,054	2,330
Cuentas por pagar	2,500	2,143	2,502	2,573	2,296
Impuestos, gravámenes y tasas	-	2,214	1,291	0,104	-
Obligaciones laborales	1,213	-	2,764	3,973	3,037
Pasivos estimados y provisiones	2,131	2,100	-	-	-
Bonos en circulación	4,689	4,019	2,764	2,207	1,725
Total de los pasivos no corrientes	59,195	64,285	68,184	55,668	49,634
Pasivo por impuestos diferidos	-	-	48,191	47,388	47,796
Total de los pasivos	<u>132,427</u>	<u>163,698</u>	<u>193,797</u>	<u>164,054</u>	<u>180,838</u>
Activos por impuestos diferidos	-	-	9,731	10,827	10,784
Pasivo por impuestos diferidos	-	-	57,922	58,215	58,580
Total Impuesto Diferido			<u>48,191</u>	<u>47,388</u>	<u>47,796</u>
Impuesto de Renta	3,611	4,507	2,842	3,118	1,948
Capital autorizado 14,000,000,000					
acciones comunes de valor nominal	140,000	140,000	140,000	140,000	140,000
Menos – Capital por suscribir	- 22,263	- 22,263	- 22,263	- 22,263	- 22,263
Capital suscrito y pagado	117,737	117,737	117,737	117,737	117,737
Superávit por capital (prima de	152,578	152,578	152,578	152,578	152,578
Pérdidas acumuladas	- 148,347	- 158,787	86,988	83,835	98,243
Revalorización del patrimonio	51,226	51,226	-	-	-
Superávit por valorizaciones	246,601	246,601	-	-	-
Interes Minoritario/ Cambios en	-	-	1,445	- 1,166	- 1,226
Resultado del ejercicio	- 10,440	- 9,410	- 9,551	10,656	1,735
Otros Resultado Integral	-	-	-	-	-
reevaluacion ppye	-	-	-	-	-
coberturas de flujo de efectivo	-	-	-	-	-
Total Patrimonio	<u>409,355</u>	<u>399,945</u>	<u>349,197</u>	<u>363,640</u>	<u>369,067</u>

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. Millones de COP

BALANCE GENERAL CIFRAS EXPRESADAS EN MILLONES DE PESOS COLOMBIANOS
AL 31 DE DICIEMBRE DE:

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Disponible	24,264	27,230	35,055	47,795	66,811	93,252	128,679	174,447	233,129
Inversiones temporales, neto	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Deudores, neto	72,928	78,298	83,852	90,410	97,768	106,332	116,331	128,246	142,114
Inventarios, neto	54,245	57,574	61,290	65,403	69,920	75,138	81,157	88,100	96,112
Gastos pagados por anticipado	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Instrumentos Financieros	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terrenos para la venta	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total de los activos corrientes	151,436	163,102	180,197	203,607	234,500	274,722	326,167	390,794	471,355
Deudores no corrientes, neto	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Inversiones permanentes, neto	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Propiedades, planta y equipo, neto	324,531	325,318	325,865	326,108	325,968	325,435	325,509	326,210	327,555
Derechos en fideicomiso de	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total de los activos no corrientes	324,531	325,318	325,865	326,108	325,968	325,435	325,509	326,210	327,555
Valorizaciones	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Activos por impuestos diferidos	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total de los activos	475,967	488,420	506,062	529,715	560,468	600,156	651,676	717,003	798,910
Obligaciones financieras	4,872	4,872	4,872	4,872	4,872	4,872	4,872	4,872	4,872
Proveedores	51,859	56,830	62,492	68,917	76,186	84,706	94,718	106,518	120,467
Cuentas por pagar	2,703	3,002	3,144	3,282	3,415	3,552	3,695	3,843	3,997
Impuestos, gravámenes y tasas	4,088	5,327	7,272	9,647	12,497	15,972	20,529	25,997	32,562
Obligaciones laborales	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos estimados y provisiones	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bonos en circulación	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total de los pasivos corrientes	63,522	70,031	77,779	86,718	96,969	109,101	123,814	141,230	161,897
Obligaciones financieras	38,973	34,101	29,230	24,358	19,486	14,615	9,743	4,872	-
Proveedores	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cuentas por pagar	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Impuestos, gravámenes y tasas	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Obligaciones laborales	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos estimados y provisiones	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bonos en circulación	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total de los pasivos no corrientes	38,973	34,101	29,230	24,358	19,486	14,615	9,743	4,872	-
Pasivo por impuestos diferidos	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total de los pasivos	102,495	104,132	107,009	111,076	116,455	123,716	133,557	146,102	161,897
Activos por impuestos diferidos	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivo por impuestos diferidos	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Impuesto Diferido	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Capital autorizado 14,000,000,000 acciones comunes de valor nominal	140,000	140,000	140,000	140,000	140,000	140,000	140,000	140,000	140,000
Menos – Capital por suscribir	- 22,263	- 22,263	- 22,263	- 22,263	- 22,263	- 22,263	- 22,263	- 22,263	- 22,263
Capital suscrito y pagado	117,737	117,737	117,737	117,737	117,737	117,737	117,737	117,737	117,737
Superávit por capital (prima de	152,578	152,578	152,578	152,578	152,578	152,578	152,578	152,578	152,578
Pérdidas acumuladas	98,243	98,243	98,243	98,243	98,243	98,243	98,243	98,243	98,243
Revalorización del patrimonio	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Superávit por valorizaciones	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Interes Minoritario/ Cambios en	- 1,226	- 1,226	- 1,226	- 1,226	- 1,226	- 1,226	- 1,226	- 1,226	- 1,226
Resultado del ejercicio	6,961	10,816	14,765	19,586	25,373	32,428	41,679	52,782	66,111
Otros Resultado Integral reevaluacion ppye coberturas de flujo de efectivo	- 0.820	6,140	16,956	31,722	51,307	76,680	109,108	150,787	203,570
Total Patrimonio	373,473	384,288	399,053	418,640	444,012	476,440	518,119	570,901	637,013

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

CIFRAS EXPRESADAS EN MILLONES DE PESOS COLOMBIANOS

POR LOS AÑOS TERMINADOS AL 31 DE DICIEMBRE DE:

	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos operacionales	272,219	325,309	358,756	339,478	358,398
Costo de ventas	-248,859	-283,870	-293,145	-293,241	-311,439
<u>Utilidad bruta en ventas</u>	<u>23,360</u>	<u>41,439</u>	<u>65,611</u>	<u>46,237</u>	<u>46,959</u>
Gastos de administración	-13,485	-13,270	-16,397	-17,511	-26,014
Gastos de ventas	-15,211	-20,006	-20,093	-20,404	-14,780
Total Gastos	-28,696	-33,276	-36,490	-37,915	-40,794
<u>Utilidad (Pérdida) operacional</u>	<u>-5,336</u>	<u>8,163</u>	<u>29,121</u>	<u>8,322</u>	<u>6,165</u>
(Egresos) ingresos financieros, neto	-3,668	-16,733	-23,905	0,143	-2,842
Otros ingresos (egresos) no operacionales, neto	0,788	0,818	-12,281	4,874	1,008
Pérdida método de participación	-0,039	-0,371	0,000	0,000	0,000
Renta diferida			0,000	-2,490	-0,126
<u>Ganancia/Pérdida antes de provisión</u>	<u>-8,255</u>	<u>-8,123</u>	<u>-7,065</u>	<u>10,849</u>	<u>4,205</u>
Provisión para impuesto CREE	-2,185	-1,287	-2,486	-0,193	-2,470
<u>Pérdida/Ganancia neta</u>	<u>-10,440</u>	<u>-9,410</u>	<u>-9,551</u>	<u>10,656</u>	<u>1,735</u>

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
AL 31 DE DICIEMBRE DE:

CIFRAS EXPRESADAS EN MILLONES DE PESOS COLOMBIANOS

	<u>2018</u>	<u>2019</u>	<u>2020</u>	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>2024</u>	<u>2025</u>	<u>2026</u>
Ingresos operacionales	385,034	418,553	456,606	499,627	548,065	604,729	671,143	749,172	841,095
Costo de ventas	- 330,03	- 357,37	- 388,35	- 423,24	- 462,37	- 507,98	- 560,22	- 621,53	- 693,67
Utilidad bruta en ventas	55,004	61,179	68,255	76,388	85,695	96,753	110,921	127,639	147,428
Gastos operacionales									
Gastos de administración	- 26,872	- 27,920	- 28,940	- 29,909	- 30,806	- 31,731	- 32,682	- 33,663	- 34,673
Gastos de ventas	- 15,268	- 15,863	- 16,442	- 16,993	- 17,503	- 18,028	- 18,569	- 19,126	- 19,700
Total Gastos	- 42,140	- 43,784	- 45,382	- 46,902	- 48,309	- 49,758	- 51,251	- 52,789	- 54,372
Utilidad (Pérdida) operacional	12,864	17,395	22,873	29,486	37,386	46,995	59,670	74,850	93,056
(Egresos) ingresos financieros, neto	- 2,756	- 2,287	- 2,327	- 2,059	- 1,768	- 1,473	- 1,178	- 0,301	1,052
Otros ingresos (egresos) no operacionales, neto	1,083	1,177	1,284	1,405	1,541	1,701	1,888	2,107	2,366
Pérdida método de participación									
Renta diferida									
Ganancia/Pérdida antes de provisión para impuesto a la renta y CR	11,191	16,286	21,831	28,833	37,160	47,222	60,379	76,656	96,473
Provisión para impuesto a la renta y a la equidad - CREE	- 3,693	- 5,374	- 6,986	- 8,938	- 11,148	- 14,167	- 18,114	- 22,997	- 28,942
Pérdida/Ganancia neta	7,498	10,911	14,845	19,894	26,012	33,056	42,265	53,659	67,531

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 LIBRE
AL 31 DE DICIEMBRE DE:

CIFRAS EXPRESADAS EN MILLONES DE PESOS COLOMBIANOS

	<u>2019</u>	<u>2020</u>	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>2024</u>	<u>2025</u>	<u>2026</u>
Ingresos operacionales	418,553	456,606	499,627	548,065	604,729	671,143	749,172	841,095
Costo de Ventas	- 340,336	- 370,422	- 404,385	- 442,563	- 487,184	- 539,431	- 600,742	- 672,876
Gastos de administración	- 27,920	- 28,940	- 29,909	- 30,806	- 31,731	- 32,682	- 33,663	- 34,673
Gastos de ventas	- 15,863	- 16,442	- 16,993	- 17,503	- 18,028	- 18,569	- 19,126	- 19,700
<u>EBITDA</u>	34,433	40,803	48,339	57,193	67,786	80,461	95,641	113,847
Depreciación	- 17,038	- 17,929	- 18,853	- 19,808	- 20,791	- 20,791	- 20,791	- 20,791
Utilidad (Pérdida) operacional	17,395	22,873	29,486	37,386	46,995	59,670	74,850	93,056
Pago de impuestos	- 4,610	- 6,635	- 8,194	- 10,402	- 12,805	- 16,431	- 21,074	- 26,659
<u>UNODI (NOPLAT)</u>	12,786	16,238	21,292	26,983	34,189	43,239	53,776	66,397
Depreciación	17,038	17,929	18,853	19,808	20,791	20,791	20,791	20,791
Variación de Capital de Trabajo Neto Operativo	- 1,749	- 1,855	- 2,155	- 2,265	- 2,105	- 1,916	- 2,028	- 1,832
Inversiones Operativas (Capex)	- 17,826	- 18,476	- 19,095	- 19,668	- 20,258	- 20,866	- 21,492	- 22,136
<u>Flujo de caja libre</u>	10,250	13,836	18,895	24,858	32,618	41,248	51,048	63,219

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.

Valor explícito	130,223
VP Valor de continuidad	208,138
Valor de la operación	338,361
Deuda financiera	-46,321
Valor patrimonial de la operación	292,040
Recuperación Imptos	14,417
Activos Recuperables	70,737
Deudas no financieras	-10,346
Valor patrimonial de la compañía	366,848
Valor patrimonial de la compañía (en \$)	366.847.616.700
# DE ACCIONES EN CIRCULACIÓN	11.773.724.183
Valor de calculado la Acción en \$	31,16
Valor en Libros del capital pagado y Suscrito (En \$)	117.737.000.000
Valor Nóminal de la Acción en libros en \$	10,00
Valor generado por acción en \$ frente al valor Nóminal	21,16
Valor en el mercado de la Acción (Diciembre 28 de 2018)	7,00
Valor generado por acción en \$ frente al valor en el mercado (Bolsa)	24,16

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.

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

Teléfono (57) (4) 261 9500, extensión 9585