



VALORACIÓN DE LAS PRINCIPALES COMPAÑÍAS QUE COTIZAN EN LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA



Editores:

Angélica Viviana Morales Cortés

Marlen Isabel Redondo Ramírez

VALORACIÓN DE LAS PRINCIPALES COMPAÑÍAS QUE COTIZAN EN LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA



Editores:

Angélica Viviana Morales Cortés

Marlen Isabel Redondo Ramírez



1ª Edición: Septiembre 2018

Risaralda, Colombia

VALORACIÓN DE LAS PRINCIPALES
COMPAÑÍAS QUE COTIZAN EN LA
BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA

© Universidad Libre Seccional Pereira

Editor (es):

© Angélica Viviana Morales Cortés

© Marlen Isabel Redondo Ramírez

ISBN 978-958-8859-45-3

Diseño y Diagramación

Cristian Camilo Duque Gómez

Reservados todos los derechos. No se permite la reproducción total o parcial de esta obra, ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio (electrónico, mecánico, fotocopia, grabación u otros) sin autorización previa y por escrito de los titulares del copyright. La infracción de dichos derechos puede constituir un delito contra la propiedad intelectual.



EDITORES

Angélica Viviana Morales Cortés

Magíster en Administración Financiera de la Universidad EAFIT, Especialista en Finanzas de la Universidad EAFIT, Economista de la Universidad Libre. Docente del área financiera de la Facultad de Ciencias Económicas, Administrativas y Contables y experta con alta trayectoria en procesos de internacionalización de la Educación Superior.

Marlen Isabel Redondo Ramírez

Candidata a Doctora en Ciencias de la Educación de la Universidad Cuauhtemoc. MBA, Administración de Negocios Universidad Autónoma de Manizales, Especialista en Pedagogía y Docencia Universitaria Universidad Gran Colombia, Economista Industrial Universidad Católica de Pereira, Docente Universidad Libre Seccional Pereira.



DIRECTIVOS Y ADMINISTRATIVOS SECCIONALES

MIGUEL HERNANDO GONZALEZ
Presidente Seccional

FERNANDO URIBE DE LOS RIOS
Rector Seccional

CARMEN HELENA ARAGON
Secretaria Seccional

BEATRIZ LEON DE LA PAVA
Síndico - Gerente

ROSALBA LOPEZ GOMEZ
Directora de Planeación

LUISA FERNANDA HURTADO CASTRILLÓN
Decana (E) Facultad de Derecho

LUIS HERNANDO LÓPEZ PEÑARETE
Decano Facultad de Ciencias Económicas
Administrativa Contables

MARIA TERESA RODRIGUEZ LUGO
Decana Facultad de Ciencias de la Salud

JAIRO ENRIQUE RAMIREZ RINCON
Decano Facultad de Ingenierías

LUIS ALFONSO SANDOVAL
Director Secciona Investigaciones

MARLEN ISABEL REDONDO RAMIREZ
Directora de Investigaciones Facultad de Ciencias
Económicas Administrativas y Contables

GLORIA BELEN CARDONA CLAVIJO
Director Programa de Economía

EDISON GALINDO ZAMORANO
Director programa de Contaduría Pública

PAULA ANDREA GARCIA CASTIBLANCO
Directora de Gestión Humana



ACERCA DEL LIBRO

El presente libro es una compilación de las valoraciones de las principales empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) realizadas por estudiantes y egresados de la Facultad de Ciencias Económicas, Administrativas y Contables de la Universidad Libre seccional Pereira, en el marco del Seminario Internacional en Valuación de Empresas desarrollado en colaboración con la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM).

El Seminario Internacional surge como producto del Semillero en Economía y Finanzas (SEUL) y participan docentes como el PhD Arturo Morales Castro, docente investigador de la UNAM, Mg. Marlen Isabel Redondo, directora del Centro de Investigaciones de la Facultad de Ciencias Económicas, Administrativas y Contables y Mg. Angélica Viviana Morales Cortés, asesora de los trabajos finales.

Un instrumento clave para aumentar la competitividad internacional es la profundización del mercado de capitales, sin embargo, en Colombia son menos de 70 empresas las que están listadas en Bolsa, la mayoría pertenecientes al sector financiero. Tan solo 21 compañías forman parte del COLCAP y son las que sirven de referente del sector empresarial nacional.

Actualmente, la mayoría de las compañías están siendo afectadas por eventos internos como la desaceleración económica, la reforma tributaria y la falta de confianza de los consumidores y por eventos externos, como la baja en el precio internacional del petróleo, la devaluación y el receso económico de socios comerciales, entre otros.

Estos vaivenes, no solo generan incertidumbre entre inversionistas nacionales e internacionales sino ante el comportamiento de la economía nacional en el corto, mediano y largo plazo. Resulta importante determinar el valor justo de cada una de las compañías para prever posibles comportamientos económicos en cada uno de los sectores de la economía

En esta compilación, el lector tendrá a su disposición los resultados de la aplicación de diferentes metodologías de valoración que complementan y soportan los resultados del rango de precio de acción obtenido de las diferentes empresas objeto de estudio.

Siguiendo la metodología del análisis fundamental se desarrolla el estudio de la industria, análisis gerencial y la proyección financiera con el fin de determinar el valor real de las acciones y disponer de recomendaciones de inversión independientes elaboradas bajo estándares de calidad y así resolver el problema que surge a la hora de vender una empresa, fusionarla, hacer una escisión, entre otros.



TABLA DE CONTENIDO

VALORACIÓN DE LA EMPRESA INTERCONEXIÓN ELÉCTRICA S.A.E.S.P-ISA.....	3
VALORACIÓN DE ALMACENES ÉXITO S.A.	49
VALORACIÓN ECOPETROLS.A.	88
VALORACIÓN DE LA EMPRESAS MINEROS S.A.	124
VALORACIÓN DEL GRUPO NUTRESA S.A.....	153
VALORACIÓN DE LA EMPRESA CEMEX LATAM HOLDINGS S.A.	196
VALORACION CEMENTOS ARGOS S.A.....	224
VALORACIÓN DE LA EMPRESA CANACOL ENERGY LTD.	255
VALORACIÓN DE LA EMPRESA ENKA DE COLOMBIA S.A.	293

VALORACIÓN DE LA EMPRESA INTERCONEXIÓN ELÉCTRICA S.A.E.S.P-ISA

Blanca Miriam Obando Obando¹

Magda Lorena Salazar Granados²

Resumen de inversión

Interconexión eléctrica S.A. ESP.-ISA, es una de las compañías energéticas con mayor participación en el mercado de transporte de energía eléctrica en Colombia y de gran expansión en Latinoamérica, tiene presencia en Brasil, Perú, Chile, Bolivia Ecuador, Argentina y Panamá.

De acuerdo a lo anterior se procedió a determinar el precio real de la acción ya que diferentes variables macroeconómicas tanto nacionales como internacionales han generado inestabilidad en los mercados en los últimos años.

A través del método de valoración por flujo de caja libre se obtuvo un precio de acción de COP\$14.834, el valor de cotización de la compañía a 4 de agosto de 2017 es de COP\$13.460 lo que supone una valorización del 10% por lo que se emite una recomendación de MANTENER dado que es un activo diversificado y apropiado para un portafolio estructural. Esto, gracias a la naturaleza regulada y con mínimo riesgo de demanda de sus principales negocios, así como la cobertura natural que tiene frente a fluctuaciones de las monedas. Sin embargo, se debe tener en cuenta el riesgo regulatorio con eventos como la revisión tarifaria de transmisión eléctrica en Colombia y la definición de la indemnización de activos existentes de CTEEP en Brasil.

Palabras Claves - Valoración de empresas, Flujo de Caja Libre, Sector energético, Costo promedio ponderado de capital, Flujo de Caja Libre, Gradiente de crecimiento, Estados financieros, Industria, Proyecciones financieras

Abstract

Electrical interconnection S.A. ESP.-ISA is one of the energy companies with the largest participation in the electric power transport market in Colombia and of great expansion in Latin America. It has presence in Brazil, Peru, Chile, Bolivia, Ecuador, Argentina and Panama.

Accordingly, the real price of the stock was determined as different national and international macroeconomic variables have generated instability in the markets in recent years.

Through the free cash flow valuation method, a share price of COP \$ 14,834 was obtained, the company's quotation value on August 4, 2017 is COP \$ 13,460, which represents a 10% appreciation for what is Issues a MAINTENANCE recommendation as it is a diversified and appropriate asset for a structural portfolio. This, thanks to the regulated nature and with minimum risk of demand of its main businesses, as well as the natural hedge that has against fluctuations of the currencies. However, regulatory risk should be taken into account with events such as the tariff

¹ Estudiante Administradora de empresas de la Universidad Libre seccional Pereira

² Estudiante Administradora de empresas de la Universidad Libre seccional Pereira

revision of electric transmission in Colombia and the definition of compensation for existing assets of CTEEP in Brazil

Keywords - Company valuation, Free Cash Flow, Energy sector, Weighted average cost of capital, Free Cash Flow, Growth gradient, Financial statements, Industry, Financial projections

Introducción

Para una mayor participación en los mercados, las empresas han tenido que expandirse fuera del territorio nacional. Casos como Cementos Argos, Bancolombia, Grupo Aval, Suramericana, entre otros, son ejemplos, de las nuevas empresas multinacionales colombianas (también llamadas multilatinas) que cada vez consolidan más su presencia en el exterior principalmente en los países latinoamericanos.

Interconexión eléctrica S.A.E.S.P.-ISA está a la vanguardia de los anteriores ejemplos ya que ha extendido su red de transporte de energía y la exploración de nuevos negocios por diferentes países de Latinoamérica que incluyen: Brasil, Perú, Chile, Bolivia, Ecuador, Argentina y Panamá, todo ello para alcanzar su "mega" meta; la cual pretende mostrar a ISA como una de las compañías Colombianas con mayor proyección y crecimiento en los años futuros, que le permita dar un valor agregado a su misión.

La coyuntura macroeconómica que ha impactado los mercados financieros tanto nacionales como internacionales son la consecuencia de la crisis Europea de los últimos años y la desaceleración de la economía de los Estados Unidos de América, esto ha contribuido al resultado negativo de las acciones que cotizan en la bolsa en los diferentes mercados accionarios mundiales.

Por esta razón en este informe se realiza la valoración de ISA S.A., por medio de la metodología de Flujo de Caja Libre, haciendo una comparación con el modelo de valoración black & scholes. Se compara el resultado obtenido por los dos métodos con el valor actual de cotización en bolsa de sus acciones para determinar si la acción está subvalorada o sobrevalorada y dar herramientas a las personas que tengan acceso a este informe para considerar sus decisiones de inversión en ISA.

El interés por realizar la Valoración de esta compañía surge después de haber realizado en junio del año 2017 un seminario con estadía internacional en valuación de empresas en colaboración con la Universidad Nacional Autónoma de México y la Universidad Libre seccional Pereira como opción de grado para los estudiantes de la facultad de ciencias económicas, administrativas y contables.

Marco teórico

La valoración de empresas se hace necesario en los tiempos actuales debido a que es una forma de observar los riesgos a los que están expuestas hoy día.

Desde siempre el ser humano ha tenido la necesidad de medir y cuantificar todas sus actividades, nunca ha habido un momento en el cual esta conjetura haya sido diferente y a días de hoy esto no ha cambiado, antes por el contrario, el hombre está inmerso en su necesidad de asignar un valor numérico a todas sus actividades, estamos hablando de su necesidad de medir el espacio recorrido en donde estamos hablando de metros, la necesidad de asignar un valor a la fuerza con que el planeta atrae los objetos, estamos hablando del peso. En el mundo de los negocios tampoco es diferente, allí se busca la manera de medir el modo en que la actividad empresarial rinde sus beneficios, aquí se han buscado maneras de asignar valor a cada uno de los activos que intervienen en la actividad empresarial, tomándose la empresa en sí misma como un activo, al cual surgen muchas preguntas de cómo valorarlo. Desde hace mucho tiempo, los hombres de negocios y catedráticos han intentado hallar un modelo base, que sirviera para asignar el valor ideal a una empresa, pero ha sido una labor titánica crearlo. Sin embargo, desde el siglo XIX se vienen creando

modelos que si no han dado solución definitiva al problema de valoración de una empresa han servido para reducir inconvenientes que se derivan de este proceso.

La valoración de empresas no es tema nuevo en el mundo de los negocios, es sólo que por temas globales hay abundancia de información de este tema, el cual ha servido para dar dinamismo a diferentes negocios empresariales en los que interviene directamente la empresa como eje de la negociación, se está hablando de temas de compra y venta de unidades de negocio, mirar la forma en que la empresa se ha valorado, que tan atractivo es una posible fusión con otra compañía, como se puede dividir el valor de la empresa entre sus accionistas, estos y muchos puntos más son apartes de la necesidad de valorar una empresa.

Parte de las necesidades de valorar una empresa, viene dado desde principios del siglo XIX, cuando muchas empresas que cotizaban en bolsa que eran de importancia en su industria empezaron a quebrar y en la última década se ha dado un número sin precedentes de quiebras de algunas de las mayores compañías globales del mundo.³

Para la valoración de ISA se han utilizado dos métodos a mencionar, el flujo de caja descontado y el modelo black & scholes, ambos métodos suponen situaciones diferentes, pero buscan responder la misma pregunta. La diferencia está en que el descuento de flujos de caja reconoce el valor del dinero en el tiempo mientras que el modelo black-scholes considera que el valor de la empresa se distribuye en una normal logarítmica (el precio de la empresa sigue una normal logarítmica con media y sigma constantes, el valor de los rendimientos es conocido y proporcional al paso del tiempo, la empresa no paga dividendos durante el periodo de valoración, estos son algunos de los supuestos)⁴.

Análisis de inversión

Con el análisis de inversión se pretende generar una idea general de la posibilidad de invertir en la compañía ISA, esta compañía ha demostrado crecimiento financiero en los últimos años corridos desde el 2012, lo que la ha fortalecido e invitado a ser una propuesta atractiva para la inversión nacional y extranjera.

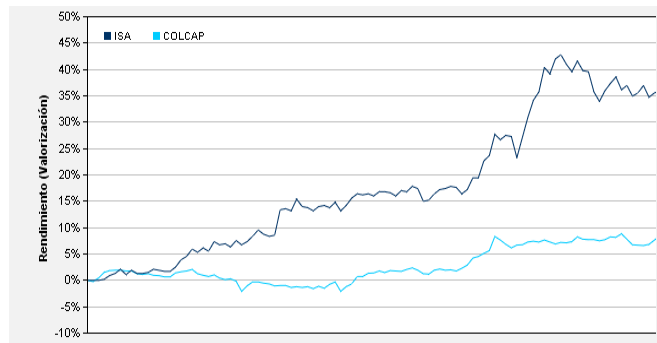
Desempeño del precio accionario

En la siguiente grafica se puede observar como el rendimiento de la acción de ISA ha sido superior al rendimiento del índice COLCAP, situándola como una inversión muy atractiva en el mercado colombiano.

³SHERIDAN ,Titman. Valoración de Pearson Prattice Hall.Madrid.2009

⁴López,Durauf.Guillermo.Finanzas Corporativas,Enfoque latinoamericano.Tercera Edicion Alfa omega.Buenos Aires.pag,296

Figura 1. Rendimiento de ISA vs Índice COLCAP



Fuente: Investing.com

En la Figura 2 se puede observar que desde el mes de agosto de 2015 la cotización del precio de ISA estuvo en \$ 6.300, desde entonces la cotización de la acción ha venido en aumento hasta alcanzar el precio actual de los \$ 13.460, precio que es similar al precio máximo alcanzado en septiembre de 2010 de \$ 14.980.

Se debe tener en cuenta que los periodos en que ha caído y subido la cotización han sido amplios, en abril de 2004 se inició con un precio de \$ 1.685 y alcanzó un precio máximo por primera vez septiembre de 2010 de \$ 14.980, movimiento alcista que tardó más de 4 años y cayendo hasta los \$ 6.300 en el mes de agosto de 2015, tomando para este recorrido bajista 5 años, finalmente alcanzó de nuevo el actual precio máximo de \$ 13.460, hecho sucedido en un periodo de 2 años. Actualmente se debe considerar que el precio de la acción está en un movimiento lateral y la posible dirección que pueda tomar el precio depende de futuras noticias de movimientos financieros de ISA al igual de noticias macroeconómicas que aún no han sido anunciadas.

Figura 2 Comportamiento del precio de la acción de ISA durante los últimos años



Fuente: Investing.com

Tesis de inversión

La compañía ISA desde el 2013 hasta el cierre del año 2016 viene realizando importantes movimientos financieros, que incluyen nuevas inversiones para sus diferentes líneas de negocio, aumento de sus niveles de endeudamiento, nuevas adquisiciones de otras empresas a fin de aumentar su espectro de trabajo.

Todo esto ha contribuido a mejorar su estructura financiera y la imagen corporativa en los mercados financieros, pero, aunque desde el año 2013 se vienen presentando estos movimientos sólo hasta principios del año 2017 los inversores empezaron a comprender este comportamiento, el cual se ve reflejado en su cotización en bolsa de valores.

El desacelerado crecimiento de los mercados financieros internacionales, en especial el de Estados Unidos de América, ha permitido que los inversionistas extranjeros contemplen hacer inversiones en países de economías en crecimiento como son los de América latina, incluyendo Colombia. Esto está permitiendo que Interconexión Eléctrica S.A.E.S.P. ISA se beneficie de estos flujos y pueda seguir creciendo.

Con lo expuesto hasta ahora, se podría pensar que ISA está en una condición óptima para invertir en ella, pero existen otros determinantes a considerar antes de tomar rumbo de inversión.

Se está hablando de la no existencia de una definida línea de crecimiento de sus inversiones, esto implica que la compañía ha crecido pero no ha sido un crecimiento establecido si no que ha sido originado por circunstancias no controladas por la administración, lo que implica que no se puede prever su situación económica y financiera en el largo plazo, consecuentemente esto nos lleva a la idea que ISA se podrían realizar inversiones pero en el corto plazo, aunque en el momento actual se debería analizar toda inversión en esta compañía.

ISA tiene una posición privilegiada al actuar en el mercado colombiana donde tiene la mayor cuota del mercado eléctrico colombiano, donde los precios de venta son elevados en relación a los países latinoamericanos vecinos, aumentando el volumen de sus ingresos, adicionalmente al tener presencia en otros mercados eléctricos latinoamericanos se ve fortalecida por el gran tamaño de infraestructura eléctrica que posee. Contrariamente a lo comentado en el párrafo anterior está la situación que se deriva de poseer un alto nivel porcentual de inversiones en activos con moneda extranjera la que deja expuesta a la compañía a los vaivenes de estas economías, tal como es la fluctuación de las tasas de interés de Estados Unidos y su tasa de cambio, inclusive a diferentes niveles de crecimiento o decrecimientos de dichas economías.

Dentro de los problemas que afrontan hoy las empresas del sector eléctrico esta que los programas de gobierno con que se subsidian a las familias de los estratos 1,2 y 3 a través de las contribuciones de los pagos de los usuarios comerciales y residenciales de los estratos 5 y 6 no alcanzan a cubrir el rubro que genera este gasto, para esta situación el plan de gobierno nacional se encargara de cubrir el faltante, en caso de no alcanzar las contribuciones, lo cual está sucediendo hoy.

Para el 2018 el costo total para los subsidios de energía eléctrica será de 3.8 billones de pesos y la contribución generará un ingreso por 1.3 billones de pesos dejando un hueco o déficit de 1.8 billones de pesos, lo que equivale al 50% de ebitda y al 100% de las utilidades de las empresas prestadoras del servicio.

Propiamente para ISA se tenía pendiente una indemnización por parte de Brasil ante el incumplimiento del contrato de distribución de energía eléctrica en ese país con la compañía CTEPP, empresa filial de ISA en ese país, por valor de 4.7 billones de pesos al cambio de agosto de 2014 de los cuales la agencia nacional para la energía eléctrica de Brasil fijo una suma de 3.2 billones de pesos, es decir un 68% por debajo de lo proyectado, dejando a ISA inconforme con esta decisión.⁵

Valoración

Valoración a través del Flujo de Caja Libre. El modelo de valoración de Isa se realizó a través del método de descuento de flujos de caja de los valores proyectados entre el año 2017 al año 2021, se utilizó una tasa de descuento del 12% correspondiente al costo promedio ponderado de capital según el modelo de valoración de activos financieros por sus siglas en inglés CAPM, extraída mediante cálculos realizados tomando como base la tasa libre de riesgo de Colombia, el beta desapalancada según página del profesor Damodaran y el riesgo país de Colombia a fecha del mes de julio de 2017. Se utilizó este modelo por ser el más tradicional y más entendible en el mercado financiero. Se asumió una tasa de crecimiento promedio de 3%, la cual se aplica a los 4 años consecutivos del periodo de proyección.

Tabla 1. *Valoración a través del método de Flujo de Caja Libre*

G	3%
Valor de continuidad	43.793.258,24
WACC	12%
Acciones en circulación	1.107.687.894,00
Valor presente flujo de caja libre del período relevante	2.207.234,02
Valor presente del valor de continuidad	25.376.789,64
Valor de las operaciones	27.584.023,66

⁵Subsidios de energía eléctrica, requieren solución estructural. Infraestructura [en línea], [revisado 22 de Agosto 2017]. Disponible en internet:

<http://www.portafolio.co/economia/infraestructura/subsidios-de-energia-electrica-requieren-solucion-estructural-508930>

Activos no operativos	83.731,00
Exceso de Efectivo	1.235.664,00
Valor presente de los Pasivos	12.471.424,00
Valor del Patrimonio	16.431.994.662.100,30
Valor precio de la acción	14.834,50

Fuente: Elaboración propia

El precio obtenido en la valoración de la compañía es de \$ 14.834 de manera estrecha casi que coincide con el valor de mercado de la acción. Aparte de este punto también se puede verificar la fortaleza que tiene Isa en el sector energético, cuando el precio de la acción esta con tendencias alcistas, que conlleva a la idea que el mercado está valorando la buena estructura financiera de ISA.

1.3.2. Valoración a través de Black & Scholes. Simultáneamente a la valoración por Flujos de Caja Libre se realizó el modelo Black & Scholes, ampliamente utilizado en los mercados financieros de Opciones desde 1973, siendo una de las contribuciones científicas más importantes en el campo de las finanzas, este modelo proporciona una solución para el valor de la acción en un solo paso, el supuesto subyacente de este modelo es que el precio de las acciones de ISA sigue un recorrido aleatorio. Esto significa que los cambios proporcionales en los rendimientos de las acciones de esta compañía en un corto periodo de tiempo se distribuyen normalmente, lo cual desde el punto de vista teórico es razonable.

Figura 3. Formulas Modelo Black & Scholes

$$\begin{aligned}C &= N(d_1) \cdot S - N(d_2) \cdot K e^{-r(T-t)} \\P &= C + K e^{-r(T-t)} - S \\d_1 &= \frac{\ln\left(\frac{S}{K}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)(T-t)}{\sigma\sqrt{T-t}} \\d_2 &= d_1 - \sigma\sqrt{T-t}\end{aligned}$$

Fuente: Página ISA⁶

⁶,ISA,Informes empresariales,{En línea} <http://www.isa.co/es/nuestra-compania/Paginas/asamblea-general/informes-empresariales.aspx>

Sin embargo en la fórmula de Black-Sholes se utilizó la volatilidad histórica de los precios de la acción de ISA y en algunos periodos el mercado atraviesa turbulencias que afectan el precio de las acciones y los alejan del valor justo que provee la formula, en este caso se habla de una volatilidad implícita que es aquella utilizada en la formula black-scholes proporciona el valor de mercado de la acción o su equivalente al valor de ISA, naturalmente ésta tiene un valor diferente a la volatilidad histórica.

Tabla 2. *Valuación por el método Black & Scholes de ISA*

Valoración Black & Scholes ISA	
Año 2016	
Situación financiera 2016	
Activos	\$38.516.200,00
Pasivos	\$21.604.722,00
Capital	\$16.911.478,00

Fuente: Creación propia con información ISA⁷,

Se debe tener en cuenta que el valor de las acciones de la compañía no debe tener un valor negativo (por el principio de responsabilidad limitada) su precio en el futuro sigue lo que se conoce como una distribución lognormal. Mientras una variable, cuyos valores se distribuyen normalmente, puede tomar valores positivos y negativos (tal el caso de los rendimientos), la acción de isa está distribuida lognormalmente pudiendo tomar solo valores positivos.

Tabla 3 *Informes para la Valoración de ISA*

Información para la Valoración de ISA		
S	Activos totales	38.516.200.000,00
σ	Desviación Estándar/volatilidad	10,33
r	Tasa libre de riesgo	0,0580
T	Tiempo faltante para el vencimiento	1,00
E	Pasivos totales	21.604.722.000,00

Fuente: Ibid, ISA⁸ Información para la Valoración de la Empresa

⁷ ISA Reporte Integrado de Gestión 2016. Estados Consolidados de Situación Financiera [en línea], [revisado 20 de Agosto 2017]. Disponible en internet: <http://www.isa.co/es/salaf>

⁸ Ibid, ISA Información para la Valoración de la Empresa.

En la siguiente tabla se compilan los datos requeridos para calcular la valoración de la empresa por el método Black & Scholes.

Tabla 4. *Información modelo Black & Scholes*

Información modelo Black & Scholes	
d1	\$5,23
d2	-\$5,10
N(d1)	\$1,00
N(d2)	0,0000001667887

Fuente: Elaboración propia

ISA se puede valorar en \$ 16.911.478.000.000, según el método Black & Scholes, y su diferencia de \$ 7.616.480.000.000 con su valor en libros, podría ser un indicador de sobrevaloración, lo que el mercado reconoce y está siendo descontando en su cotización en bolsa.

Tabla 5. *Valoración de ISA por el método de Black & Scholes*

Precio de Compra según libros	Valor de ISA Black-Scholes
\$ 9.294998.000.000	\$ 16.911.478.000,00
DIFERENCIA ENTRE PRECIO DE COMPRA-VALOR ISA	
\$7.616480.000.000	

Fuente: Elaboración propia

1.3.3. Rango de valores ante variaciones del costo promedio ponderado de capital y el gradiente de crecimiento. Dada la simulación del precio de la acción ante variaciones del costo promedio ponderado de capital y el gradiente de crecimiento se obtiene un precio mínimo de COP\$9.583 si el costo promedio ponderado de capital se incrementa en el 1% y el gradiente de crecimiento disminuye en el 1%. De igual manera se obtiene un precio máximo de \$23322 con un aumento en la gradiente del 1% y una disminución en el WACC de -1%.

Tabla 6. *Simulación*

	WACC
--	------

g		-1%	-0,50%	Esperado	0,50%	1%
	-1,0%	15983	14104	12431	10932	9583
	-0,5%	17475	15401	13566	11932	10468
	Esperado	19165	16860	14834	13042	11445
	0,5%	21096	18513	16261	14282	12531
	1,0%	23322	20400	17877	15677	13744

Fuente: Elaboración propia

1.3.4. Valor Económico Agregado. Una vez hallado el Valor Económico Agregado (EVA) se aprecia que si bien en el año 2014 y 2015 ISA destruyó valor, a partir del año 2016 la compañía empieza a generar valor produciendo COP\$2.872.989.000 por encima de la Utilidad Operativa Después de Impuestos (UODI) mínima a generar.

Tabla 7. *Valor Económico Agregado*

	2014	2015	2016
UODI obtenida	1.529.316,0	1.977.880,0	6.051.076,0
UODI mínima a obtener	1.909.919,5	2.345.048,2	3.178.087,2
EVA	(380.603)	(367.168)	2.872.989
Activos netos de operación	18.073.669,00	18.711.000,00	27.656.096,00

Fuente: Elaboración propia

En los reportes de ISA se puede concluir que su valor contable es de \$ 9.294.998.000000 (Según reporte financiero del 31 de marzo de 2017), de acuerdo a las tablas anteriores se observa que en los dos métodos de, el flujo de caja descontado y el Black & Scholes más un modelo básico que se puede implementar, el de la capitalización Bursátil (valor de mercado de la compañía, que es igual al número de acciones de isa por el valor actual de de acción en el mercado \$ 13.580), superan al valor contable de la compañía \$ 9.294.998.000.000.Tabla 8 Comparación flujo vs Black Scholes

Tabla 8. *Resumen métodos de valoración*

	Flujo Descontado	Black & Scholes	De Mercado	Valor Contable
Valor de la	16.431.994.662.100	16.911.478.000.000	15.042.265.800.520	9.294.998.000.000

compañía				
Número de Acciones	1.107.687.894	1.107.687.894	1.107.677.894	1.107.684.560
Valor de la Acción	14.834,50	15.267,37	13.580,00	8.391,38

Fuente: Elaboración propia

2. ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

2.1. TAMAÑO DE LA INDUSTRIA

Mediante la tabla siguiente, se indica cómo está distribuido el mercado de la energía eléctrica en Colombia. ISA se constituye como un actor principal en el sistema de transmisión nacional.

Tabla 9. *Cuota de mercado ISA*

Empresa	Cuota de Mercado
ISA	75,00%
Empresa de Energía de Bogotá	11,70%
Las Empresas Públicas de Medellín	6,50%
La Empresa de Energía del Pacífico	2,70%
La Electricadora de Santander	1,30%
Las Centrales Eléctricas del Norte de Santander	0,20%
La Electricadora de Boyacá	0,20%
DISTASA	0,40%

Fuente: Información de Burkenroad Latinoamérica⁹

⁹ Burkenroad reports financiero Latinoamérica, ISA [en línea], [revisado juniodel 2016]. Disponible en internet:

https://www.google.com.co/search?rlz=1C1VSNL_enCO709CO709&q=Burkenroad+reports+financiero+Latinoamérica+,ISA&spell=1&sa=X&ved=0ahUKEwJS

Interconexión Eléctrica S.A.E.S.P.ISA es considerada como el principal en transmisor de energía en la industria eléctrica colombiana.

Tabla 10. *Tamaño de la industria*

PIB COLOMBIA A PRECIOS CORRIENTES			
(En miles de millones de pesos)			
		Crecimiento Esperado Porcentual	Crecimiento Esperado pesos
Sector por año	2016	2017	2017
Suministro de electricidad gas y agua	\$ 30.558	2,30%	\$31.260,83
PIB total	\$ 862.675	2,30%	\$882.516,53
Participación del sector en el total del PIB Nacional	3,54%		3,54%

Fuente: Elaboración propia

2.2. ESTRUCTURA DE LA INDUSTRIA ENERGÉTICA

El servicio de la prestación de energía al consumidor final en Colombia, está compuesto por actividades como generación, comercialización, transmisión y distribución, estas dos últimas son consideradas como monopolios naturales.

Generación: corresponde a la producción de energía. El Estado debe garantizar que esta actividad se desarrolle dentro de un marco de competitividad que evite la monopolización del poder, consignado en la resolución CREG 060 del 2007.

Con el objetivo de que la industria se desarrolle y funcione de forma eficiente, se ha establecido una estructura que involucra a las entidades que generan, transmiten, distribuyen y comercializan energía; así mismo como las que coordinan, implementan normas y políticas de calidad, además de veedores de los procesos; a fin de entregar buenos productos a precios razonables.

Figura 4. Estructura del Sector Eléctrico en Colombia



Fuente: Comisión de Regulación de Energía y Gas CREG¹⁰

La regulación del sistema está a cargo de la Comisión de Energía y Gas (CREG). El planeamiento del sistema está a cargo de la Unidad Minero Energético (UPME), mientras que la vigilancia y el

¹⁰ CREG. Comisión de Regulación de Energía y Gas [en línea], [revisado el 23 de Agosto de 2017]. Disponible en Internet: <http://www.creg.gov.co/index.php/sectores/energia/estructura-energia>

control a usuarios finales están a cargo de la Superintendencia de Servicios Públicos domiciliarios (SSPD)¹¹

2.3. FUENTES DE CREACIÓN DE VALOR FINANCIERO

Aunque Colombia ocupa el cuarto lugar de los países de América latina con un servicio de energía eléctrica costosa, aún tiene espacio para revertir esta posición y convertirse en una potencia competitiva en este sector.

Colombia posee unos costos de energía muy superiores a los de sus socios comerciales, los costos han aumentado un 11% desde el 2008. En términos de competitividad los costos de la energía eléctrica con respecto a Estados Unidos son un 78% más costosos, Ecuador (25%), Perú (59%), México (30%). No se hace relación con Venezuela o Argentina porque estos países poseen un sistema subsidiado de generación eléctrica.

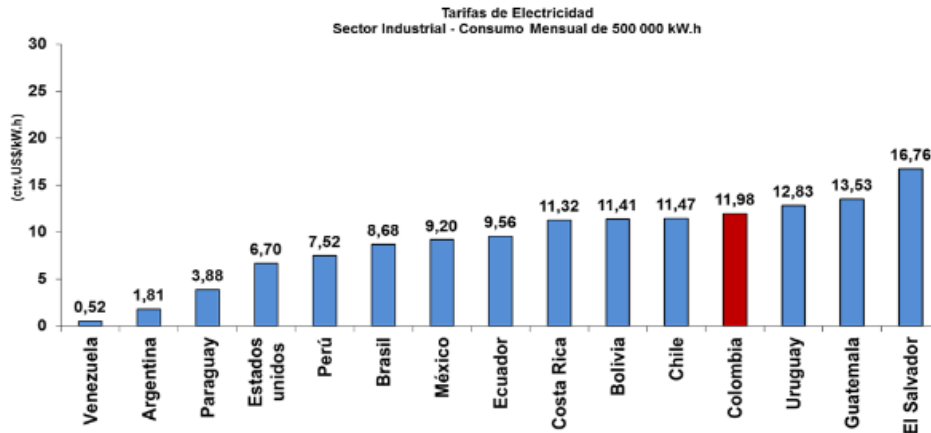
Para los grandes consumidores como son la industria textil, de alimentos, química y automotriz, entre otros, la electricidad puede representar el 25% de sus costos de producción, Esto no solo afecta al empresario y consumidor nacional, si no que hace menos atractivo al país para la inversión extranjera, en razón a que los costos de energía son un factor determinante, por esto países como Estados Unidos, México y Perú son más atractivos que Colombia.

El mercado eléctrico colombiano se encuentra vigilado y regulado por entidades que responden al gobierno nacional, con estas entidades se busca que el usuario final no se vea afectado por precios caprichosos sino que se desprendan de interacciones del mercado tal como es la oferta y la demanda.

A continuación, se muestra Se adjunta grafico de costos de energía eléctrica en América latina.

Figura 5. Tarifas de la electricidad en Latinoamérica

¹¹ SMART GRIDS. Colombia visión 2030. Estructura del mercado eléctrico [en línea], [revisado el 23 de Agosto de 2017]. Disponible en Internet en: http://www.upme.gov.co/Estudios/2016/SmartGrids2030/4_Parte4_Anexo1_Proyecto_SmartGrids.pdf



Fuente: Revista Dinero

2.4. REGULACIÓN DE LA INDUSTRIA

En términos generales, la industria de la Energía Eléctrica se encuentra regulada por la CREG y es vigilada por el Ministerio de minas y Energía de Colombia. Se encuentra regulada por las leyes 142 y 143 de 1994, las que permitieron al sector privado participar en la prestación de servicios públicos

Específicamente, la industria se encuentra regulada de la siguiente manera:

Transmisión de Energía: está regulado por la CREG. La regulación para la transmisión de energía se encuentra amparada por la ley 142 de 1992.

Infraestructura vial: a través de la ley 80 de 1993 se establece el marco regulatorio que condiciona el holding.

Transporte de Telecomunicaciones: La ley 1341 de 2009 avala y regula el desarrollo de esta línea de negocio.

La Operación y gestión de sistemas en tiempo real no se encuentra regulado.

2.5. PRINCIPALES INDICADORES DE PERFORMANCE DE LOS PARTICIPANTES DE LA INDUSTRIA

Según la Red EAPI (Red de Empresas con Alto Potencial Innovador), el sector eléctrico colombiano es afectado por tres indicadores:

Acceso a la energía: la cobertura del suministro eléctrico en Colombia está por encima del 99. Al igual que otros países, Colombia tiene retos en relación con el acceso de la energía, en especial en el área rural. Aunque se ha avanzado en proyectos de energía, aún sigue siendo importante mantenerse enfocados en proyectos para la mejora eléctrica colombiana.

Mitigación de impacto ambiental: las fuentes hídricas son importantes en el campo de la producción de energía eléctrica, lo que le ha permitido acercar a Colombia en el marco de la sostenibilidad, lo que implica una reducción de emisiones en el corto plazo gracias a los actuales proyectos hidroeléctricos en construcción.

Seguridad energética. En Colombia se han diseñado incentivos adecuados que ayudan a garantizar el abastecimiento energético en el largo plazo. Para la producción de energía se cuenta con fuentes de origen hidráulico y térmico, esta última permite garantizar el suministro de energía en temporadas críticas de hidrología.

Cabe destacar que las autoridades energéticas colombianas están creando planes de aumento de la infraestructura y una adecuada regulación, estando direccionados a asegurar y garantizar el abastecimiento de la energía en el largo plazo en condiciones óptimas de sostenibilidad, precio, calidad y competitividad.

2.6. DETERMINANTES DEL PRECIO

En el año 1994 con el surgimiento de la ley 142 (Ley de Servicios públicos domiciliarios) y la ley 143 (Ley Eléctrica) permitieron introducir la competencia en la generación y comercialización de la energía eléctrica a su vez que se permitió el acceso de la empresa privada al mercado energético. No hay un estudio que indique que tan acertado ha sido el incremento en la oferta de energía eléctrica en Colombia y su afectación de su precio, el cual está condicionado en gran parte por condiciones climatológicas futuras, por que el 70% del abastecimiento eléctrico en Colombia es por fuentes hidráulicas, cabe anotar que en temporadas secas el precio de la energía sube y en temporadas de lluvia baja por los diferentes niveles de agua en los embalses.

Para el año 1991 y 1992 el gobierno permitió la entrada de agentes privados y la libre competencia en el mercado, con su debido control y con el fin de ayudar al precio de mercado de la energía

eléctrica, se implementó el cargo por confiabilidad. Según resolución CREG 071 de 2006 con el fin de garantizar el suministro de energía en condiciones de hidrología críticas.

3. DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. "ISA" o la Sociedad, Empresa de Servicios Públicos Mixta, vinculada al Ministerio de Minas y Energía. ISA es la matriz de un grupo empresarial con presencia en Colombia y en el exterior, que desarrolla principalmente negocios de Transporte de Energía Eléctrica, Concesiones Viales, Transporte de Telecomunicaciones y Gestión Inteligente de Sistemas de Tiempo Real.

Es una empresa líder multilatina con una amplia experiencia técnica que desarrolla sus actividades en el marco de la sostenibilidad empresarial en los negocios de:

- Transporte de energía eléctrica
- Concesiones viales
- Tecnología de información y telecomunicaciones
- Gestión de sistemas en tiempo real¹²

3.1 HISTORIA, LOCALIZACIÓN E INFRAESTRUCTURA.

Historia

En el año 1967 en la ciudad de Bogotá fue constituida la compañía de servicios "Interconexión Eléctrica S.A." "ISA", la cual fue creada para atender las necesidades del sector energético colombiano. Sus actividades se centraron en la construcción, operación y administración de las redes eléctricas de transmisión de alto voltaje.

En 1971 se puso en funcionamiento la red central que interconectó los sistemas de transmisión regional, se inauguró el centro de operación en Manizales y se asumen nuevos proyectos de expansión en generación y transmisión eléctrica.

En 1977 ISA inicia operaciones en la generación de energía en Colombia con la puesta en marcha de la hidroeléctrica de Chivor en Boyacá, años más tarde en 1982 se inaugura la sede principal en la ciudad de Medellín con el presidente Julio Cesar Turbay Ayala. Años después se pone en

¹²ISA. Interconexión Eléctrica S.A. Nuestra compañía [en línea], [revisado 13 de junio del 2017]. Disponible en internet: <http://www.isa.co/es/nuestra-compania/Paginas/default.aspx>

funcionamiento el Centro Nacional de Telecomunicaciones y entran en servicio algunas hidroeléctricas como San Carlos, Calderas y Jaguas.

En 1991 ISA afronta una difícil situación de crisis, transformación y cambio por años. Ese mismo año la Nación adquiere el 51% de la propiedad de ISA.

En 1992 ISA realiza la primera interconexión eléctrica internacional entre Venezuela y Colombia para superar la fuerte crisis de racionamiento en el país. Dos años más tarde comienza a funcionar el mercado mayorista de energía, nace el sistema de intercambios comerciales "SIC" y la bolsa de energía. Se crea ISAGEN S.A empresa independiente para operar los activos de generación.

En 1998 entra en operación la red de fibra óptica, incursionando así en el sector de las Telecomunicaciones, se hace la interconexión entre Colombia y Ecuador. ISA adquiere el 65% de acciones de TRANSELCA, compañía de transmisión de la Costa Atlántica.

En el año 2000 ISA ingresa a mercados internacionales con el transporte de energía en Perú y se democratiza el dominio de la empresa al vender acciones a más de 93000 colombianos. Un año más tarde se crea ISA PERU y se empieza a cotizar la acción en la bolsa de valores de Colombia. Se instala el cable submarino ARCOS y se integran los sistemas de telecomunicaciones de Colombia con 12 países más, es así como se constituye INTERNEXA S.A. empresa de telecomunicaciones.

Para el año 2002 se realiza un segundo programa de democratización "ISA para todos" y se venden 120 millones de acciones, integrando 147 mil nuevos accionistas. Se crea Flycom comunicaciones y la red de energía de Perú (REP). Más adelante en el año 2003 nace ISA Bolivia y se crean transacciones internacionales entre Colombia y Ecuador.

En el 2004, ISA inscribe su ADR (American Depositary receipt) en la bolsa de valores de New York. Un año más tarde se crea XM (compañía de expertos en mercados) para administrar el sistema interconectado de energía mayorista y se hace socio de la empresa Red-EPR de Centro América. Además se interconecta fibra óptica con Venezuela y se crea INTERNEXA Perú. Entra en servicio proyecto UPME entre la costa Atlántica y el centro del país. Del mismo modo se adquiere en sociedad el consorcio Transmantaro de Perú y se compra el 50,1% de las acciones de CTEEP de Brasil.

En el 2007 ISA se internacionaliza en el sector de las telecomunicaciones y se crea INTERNEXA S.A. Perú. Además, se comienza un nuevo proceso de expansión, diversificación del portafolio y adopción de una cultura corporativa basada en sistemas de infraestructura lineal. Más adelante, en el año 2009, ISA inicia operaciones de interconexión eléctrica entre Colombia y Panamá.

En el 2010 ISA inicia el negocio de concesiones viales en Chile y Se adquiere el 60% de CINTRA Chile. Se firma contrato para Autopistas de la montaña.

En el 2012 Se ingresa al mercado eléctrico Chileno con INTERCHILE. Con tres proyectos eléctricos. Un año más tarde se crea INTERCOLOMBIA para manejar el transporte de energía eléctrica y dejar los asuntos estratégicos a ISA.

En el año 2016 La compañía ISA es valorada como la empresa líder en el sector servicios públicos de energía por The Sustainability Yearbook.

INTERCOLOMBIA, ISA, y XM compensan el cien por ciento de sus gases Efecto Invernadero – GEI–, a través de bonos de carbono y la compañía alcanza la mayor utilidad neta de la historia (\$2,1 billones).¹³

Localización

La compañía multilatina ISA está presente en ocho países como: Colombia, Perú, Ecuador, Bolivia, Argentina, Brasil, Venezuela, Panamá y Centro América, su sede principal se encuentra en la ciudad de Medellín desde el año 1982.

Infraestructura

Interconexión Eléctrica S.A. desarrolla importantes proyectos en sus cuatro negocios a través de sus 34 filiales y subsidiarias, con la colaboración de 3.755 empleados, repartidos en 8 países Latinoamericanos como son: Colombia, Brasil, Perú, Chile, Argentina, Panamá, Bolivia, Ecuador y Centroamérica.

Figura 6 Presencia de ISA en Latinoamérica

¹³ ISA. Reporte integrado de gestión. Línea de tiempo. [En línea]. [Revisado el 4 de agosto del 2017] Disponible en internet: <http://www.isa.co/es/sala-de-prensa/Documents/nuestra-compania/informes-empresariales/ReporteIntegradodeGest%CC%81ionISA2016.pdf>



Fuente: ISA¹⁴.

ISA cuenta con una infraestructura a marzo del 2017, distribuida de la siguiente manera:

En operación tiene: 51.937 Km de circuito y 88.850 MVA.

En construcción: 7.259 Km y 9.751 MVA de fibra óptica en operación: 48.866 Km.

Coordinación de la operación de 25.153 Km de líneas de transmisión de infraestructura vial en operación: 907 Km.

Control de movilidad de Medellín y 5 de sus corregimientos.

¹⁴ ISA, Reporte integrado de gestión. Línea de tiempo. [En línea]. [Revisado el 4 de agosto del 2017]. Disponible en internet: <http://www.isa.co/es/sala-de-prensa/Documents/nuestra-compania/informes-empresariales/ReporteIntegradodeGest%CC%81ionISA2016.pdf>

Las empresas que pertenecen al Grupo ISA están ubicadas en diferentes países de Latinoamérica y de acuerdo a su negocio se describen algunas a continuación:

En infraestructura vial:

Intervial Chile en sus 907 Km de vías en operación cuenta con: 293 puentes, 188 pasos peatonales y 95 peajes por donde circularon más de 65 millones de vehículos sólo en el año 2010.

Infraestructura Eléctrica de alto voltaje: ISA atraviesa varios territorios Latinoamericanos y centroamericanos. Los 51.937 Km de circuito en operación y 88.850 de MVA en operación están distribuidos en las siguientes empresas:

Transelca es una empresa de servicios públicos de economía mixta que hace parte del grupo ISA, fue constituida como sociedad anónima. Ofrece servicios de conexión al sistema interconectado Nacional y transporte de energía eléctrica en alta tensión, además de operación, administración y mantenimiento (AOM) de activos eléctricos.¹⁵

"REP" La Red de Energía del Perú, Consorcio Transmantaro e ISA Perú, son empresas de Interconexión Eléctrica S.A dedicadas a la operación y construcción de líneas de transmisión de energía eléctrica en alta tensión en todo Perú. Entregando electricidad necesaria para el consumo a través de más de nueve mil kilómetros de líneas Y 68 subestaciones.¹⁶

ISA CTEEP Compañía de transmisión Eléctrica Paulista es responsable del tráfico de aproximadamente el 24% de la energía eléctrica producida en Brasil y del 60% de la consumida en el Sudeste.

Esta empresa está posicionada en el mayor centro consumidor de Brasil, ISA CTEEP, con activos propios y por medio de sus empresas controladas y coligadas, está presente en 17 estados brasileños, cuenta con cerca de 1.600 empleados y una infraestructura robusta con capacidad instalada de 56.237 MVA de transformación, con 18.633 km de líneas de transmisión, 25.785 km de circuitos, 2.358 km de cables de fibra óptica propios y 122 subestaciones con tensiones de hasta 550 Kv.

Infraestructura en Tecnologías de la información y Telecomunicaciones: Esta infraestructura sirve como plataforma para que empresas y gobiernos obtengan mejores resultados de productividad al digitalizar sus negocios. Aquí se encuentran:

¹⁵ ISA, TRANSELCA. Quiénes somos [en línea], [revisado el 11 de Julio del 2017]. Disponible en internet: <http://www.transelca.com.co/default.aspx>

¹⁶ ISA CTEEP. Perfil [en línea], [revisado el 12 de Julio del 2017]. Disponible en internet: <http://www.isacteep.com.br/pt/isacteep/perfil>

INTERNEXA S.A. Es una empresa Colombiana constituida en la ciudad de Medellín en el año 2000, su actividad está centrada en la administración, comercialización y prestación de servicios en telecomunicaciones, ISA posee el 99,27% de su capital social y la duración de la sociedad es indefinida.

En Gestión de sistemas en Tiempo Real: XM es una empresa filial miembro del grupo Isa especializada en la gestión de sistemas de tiempo real, la cual consiste en diseñar, operar, administrar y poner en marcha plataformas tecnológicas que intercambian información, servicios y bienes. XM ofrece sus servicios de consultoría y capacitación a operadores que requieren mayor entrenamiento en sistemas de potencia y manejo de mercados de energía. Tiene una experiencia de más de 40 años en Colombia en el sistema interconectado y 15 años en el mercado energético.¹⁷

3.2 ANÁLISIS DE FORTALEZAS, OPORTUNIDADES, DEBILIDADES Y AMENAZAS (FODA)

A continuación, se presenta el análisis de Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas de ISA.

Tabla 11. *Análisis FODA de ISA*

FORTALEZAS	DEBILIDADES
------------	-------------

¹⁷ XM. Quiénes somos [En Línea], [revisado el 4 de Agosto del 2017] Disponible en internet: <http://www.xm.com.co/corporativo/Paginas/Nuestra-empresa/quienes-somos.aspx>



<p>-ISA tiene una posición competitiva única en Latinoamérica gracias al entendimiento y operación en mercados altamente regulados, y la habilidad adquirida para estructurar proyectos de manera innovadora y adaptarse a situaciones complejas en lo ambiental, social y económico.</p> <p>-Sostenimiento del monopolio natural de la transmisión de energía en términos de infraestructura propia y disponibilidad de la red.</p> <p>- Redefinió su foco estratégico, procesos y productos en tecnologías de información y telecomunicaciones INTERNEXA.</p> <p>-La compañía está incluida en el anuario The Sustainability Yearbook 2016, publicación que reconoce a las empresas más sostenibles a nivel mundial.</p> <p>-Posee diversidad en su línea de servicios y productos.</p> <p>-Perfil financiero sólido y estable.</p>	<p>- Cambio en la estructura accionaria de la compañía ante eventual venta de las acciones del Gobierno nacional, podría afectar las condiciones del endeudamiento financiero.</p> <p>-Poco desarrollo en tecnología digital, medición de la energía y administración de la información.</p> <p>Lenta transformación tecnológica en la generación y distribución de energía renovable.</p>
---	--

Continuación Tabla 11. Análisis FODA de ISA

OPORTUNIDADES	AMENAZAS
<p>-Nuevos mercados por explorar sobre otras fuentes energéticas.</p> <p>-Se proyecta que en Latinoamérica en los próximos veinte años presentará una demanda en el mercado natural, que requerirá aproximadamente unos 300.000 km adicionales de redes de transmisión para mantener el abastecimiento suficiente en el suministro de electricidad.</p> <p>- Nuevos proyectos en construcción en Colombia, hay 2044 km de circuito 1.995 MVA de transformación con una inversión de USD 787 millones; en Peru, 1.179 km de circuito 2.518 MVA de transformación con una inversión de USD 626 millones; en Chile, 1.938 km de circuito 2.250 MVA de transformación con una inversión de USD 993 millones y en Brasil, refuerzos y mejoras de infraestructura existente con una inversión de USD 136 millones.</p>	<p>-Escasez del recurso humano calificado y competente.</p> <p>- Ambiente de incertidumbre en los negocios ante las transformaciones de mercados emergentes y cambios en las preferencias de los clientes.</p> <p>-Entorno de recursos naturales limitados como consecuencia de un cambio climático que amenaza las operaciones de la empresa.</p> <p>-Los cambios climáticos presentan daños a la infraestructura como vendavales e inundaciones</p> <p>- Ataques cibernéticos</p> <p>- Incertidumbre por regulaciones</p>

Fuente: ISA

3.3 PRODUCTOS Y SERVICIOS.

Transporte de energía eléctrica: La compañía ISA a través de sus empresas filiales y subsidiarias ofrece transporte de Energía Eléctrica en alta tensión a los agentes comercializadores de energía y la interconexión de los sistemas eléctricos regionales. Este servicio consiste además en el mantenimiento y la operación de la red y expansión del Sistema de Transmisión Nacional -STN.

Sector de telecomunicaciones: En las telecomunicaciones agrupan empresas que acceden a los medios de internet, telefonía fija, telefonía móvil y transporte de datos, etc. ISA presta sus servicios a través de INTERNEXA extendiendo sus redes en fibra óptica, consolidando su operación en telecomunicaciones en siete países suramericanos.

Sector vial (interconexiones viales): ISA diseña, construye y mantiene la infraestructura vial en diferentes países de Latinoamérica, manejando estándares establecidos por estos y sustenta sus procesos con gran excelencia operativa en seguridad para sus usuarios.

Gestión de sistemas en tiempo real: Interconexión eléctrica S.A.E.S.P. desarrolla, administra y opera plataformas tecnológicas para sistemas de información transaccionales permitiendo recolectar, almacenar, recuperar y modificar información con valor agregado, relevante para el sector energético Colombiano.

3.4 ESTRATEGIA

La estrategia permanente de ISA está basada en sus aspiraciones y ejes estratégicos. Entre sus aspiraciones está:

Una mayor rentabilidad, ratificación de negocios con los países

Crecimiento empresarial (el cual está supeditado a su rentabilidad) y la creación de valor a través de mejores procesos operativos y mayor excelencia en el desarrollo de infraestructura.

En cuanto a sus ejes estratégicos se encuentran:

Captura de oportunidades y de crecimiento con rentabilidad superior

Mejora de la rentabilidad y de los negocios actuales

Ajuste dinámico de la cartera, de negocios y de geografías.

3.5 DESARROLLOS RECIENTES

Culminando el año 2016, ISA adquiere acciones de la compañía Transmisora Alianza de Energía Eléctrica S.A. TAESA. Esta inversión hecha en un activo de tan alta calidad en operación representa un paso firme en la sostenibilidad de ISA, todo esto hace parte la estrategia de expansión y agrega valor tanto a los grupos de interés como a los accionistas y da solidez al posicionamiento de la empresa en el sector de generación, distribución y transmisión de energía eléctrica

En el negocio de las telecomunicaciones y tecnologías de la información, renovó su portafolio de servicios y su oferta de valor permitiéndole incursionar en el sector corporativo. Amplió la cobertura de mercado llegando a la Costa Este de Estados Unidos y Bolivia. Fortaleció sus

operaciones en Argentina y Chile y reconfiguró de forma sinérgica sus nuevos negocios enfocados en el transporte de energía.

A comienzos del año 2017 ISA, firma un acuerdo para invertir ochenta millones de dólares con la firma Andean Tower Partners –ATP– para desarrollar las obras de infraestructura en Colombia y Perú, debido a la demanda en cuanto a los servicios de conectividad, datos móviles y banda ancha. Esto permitirá diversificar los productos, generar mayores ingresos para INTERNEXA filial de ISA.

En cuanto al negocio de las concesiones viales, la compañía concretó negociaciones con el ministerio de obras públicas de Chile para realizar nuevas obras viales y ratificar el desarrollo de las existentes, además se reanudó la búsqueda de negocios tipo Brownfield.¹⁸

3.6 ANÁLISIS DE LOS COMPETIDORES

Empresa de Energía de Bogotá: El Grupo de Energía de Bogotá (GEB) es una compañía multilatinas en el sector de energía eléctrica y gas natural, con presencia en América Latina en los países de Brasil, Guatemala, Perú y Colombia. Cuenta con más de 120 años de experiencia en el mercado alcanzando gran reconocimiento que ha generado valor a la compañía, sus actividades están dadas en la generación, comercialización y distribución de energía eléctrica, así como el transporte y distribución de gas natural. Su estrategia se desarrolla en tres grupos como son: soluciones energéticas, interconexión para el desarrollo de mercados y generación de baja emisión.¹⁹

Celsia: Es la empresa de energía del grupo Argos, cuenta con un amplio e innovador portafolio, tiene presencia en países como: Colombia; Panamá y Costa Rica. Cuenta con una capacidad de generación de 2.387 MW. A través de sus 27 centrales hidroeléctricas, fotovoltaicas, térmicas y eólicas se genera un aproximado de 7.750 GWh cada año. A través de la Empresa de Energía del Pacífico S.A. E.S.P., Epsa E.S.P. tiene presencia en Tolima, Valle y Cauca; allí cuenta 16 hidroeléctricas, 79 subestaciones, 20246 km de líneas de distribución y 274 km de líneas de transmisión para alimentar a 39 municipios del Choco y del Valle. Así mismo Celsia hace presencia

¹⁸ ISA. Presentación corporativa 2017. Proyectos de infraestructura eléctrica. [En línea], [revisado el 3 de agosto del 2017]. Disponible en internet : <http://www.isa.co/es/sala-de-prensa/Documents/nuestra-compania/presentacion-corporativa/ISA-presentacion-corporativa-jun-2017.pdf>

¹⁹ GRUPO ENERGIA DE BOGOTA. Quienes somos [En Línea]. [revisado el 31 de Julio del 2017]. Disponible en internet: <http://www.grupoenergiadebogota.com/informacion-corporativa/quienes-somos2>

en Tuluá y San Pedro con la empresa Cetsa E.S.P., Compañía de Electricidad de Tuluá S.A. E.S.P. dando servicio a 57.000 clientes.²⁰

Codensa: Es una empresa dedicada a la comercialización y distribución de energía eléctrica, cuenta con una participación del 24% en el sector eléctrico a nivel nacional dando cubrimiento a Cundinamarca, algunos municipios de Boyacá y Tolima. Cuenta con clientes empresariales, constructores y de telecomunicaciones, ofreciendo soluciones energéticas óptimas que hacen que su negocio sea más competitivo. Entre su amplio portafolio de productos se encuentra la capacitación a sus clientes para un mejor uso de la energía, asesoría en energización para los constructores; así como planes que aportan flujo de caja. Además, brindan disponibilidad de redes e infraestructura de energía en alquiler para instalar redes de telecomunicaciones.

4 DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

La Junta Directiva de ISA es elegida anualmente en la Asamblea General de Accionistas y está compuesta por nueve miembros principales, de los cuales siete son independientes, conforme a lo dispuesto en la Ley 964 de 2005 y en el Código de Buen Gobierno de la Compañía.

Tabla 12. Composición de la junta directiva de ISA

COMPOSICION DE LA JUNTA DIRECTIVA DE ISA	
MIEMBROS	NOMINADO POR
Carlos Caballero Argaez (*)	Ministerio de Hacienda y Crédito Público
Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Director de Crédito Público y del Tesoro Nacional	Ministerio de Hacienda y Crédito Público
Carlos Mario Giraldo Moreno (*)	Ministerio de Hacienda y Crédito Público
Carlos Felipe Londoño Álvarez (*)	Ministerio de Hacienda y Crédito Público
Jesús Aristizábal Guevara(*)	Empresas Públicas de Medellín
Henry medina González (*)	ECOPETROL
Santiago Montenegro Trujillo (*)	Fondos de Pensiones y Cesantías
Camilo Zea Gómez (*)	Fondos de Pensiones y Cesantías
(*) Miembros independientes, conforme a lo dispuesto en el Código de Buen Gobierno y a la Ley 964 del 2005	

Fuente: Creación propia

²⁰ CELSIA. Sobre nosotros. [En línea], [revisado 3 de agosto de 2017]. Disponible en internet. <http://www.celsia.com/nuestra-empresa/sobre-nosotros>

5. ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

1 PRINCIPALES ACCIONISTAS

ISA es una Empresa de Servicios Públicos Mixta con inversionistas estatales, públicos y privados. Las acciones en circulación son acciones ordinarias, nominativas y desmaterializadas.

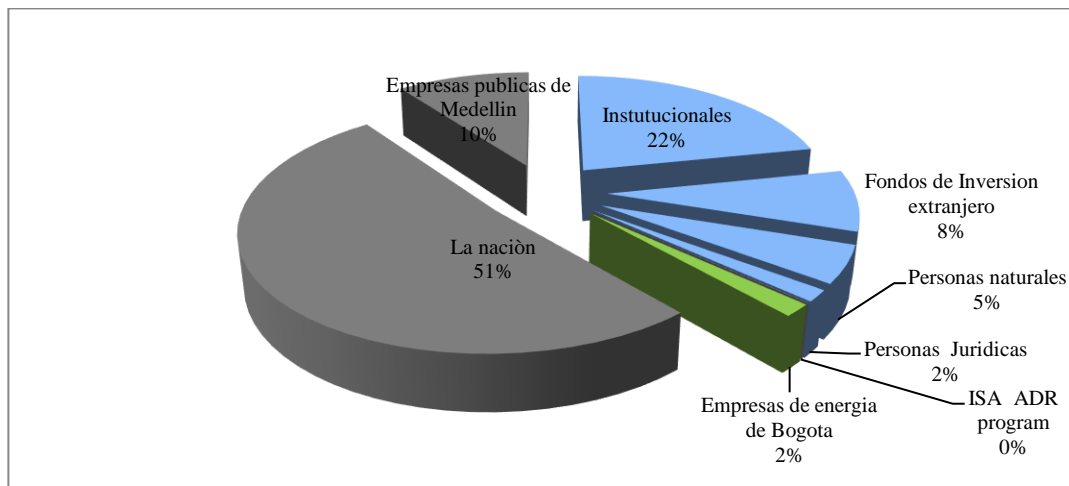
Tabla 13. Composición Accionaria

Institución	No de acciones
Institucionales	\$240.925.173,00
Fondos de Inversión Extranjero	\$92.307.506,00
Personas Naturales	\$56.364.266,00
Personas Jurídicas	\$17.222.241,00
ISA ADR Program	\$332.550,00
Empresas de energía de Bogotá	\$18.448.050,00
La Nación	\$569.472.561,00
Empresas Públicas de Medellín	\$112.605.547,00

Fuente: Ibid, Participación Accionaria

Para una mayor comprensión a continuación se presenta el porcentaje de participación accionario.

Figura 7. Porcentaje de participación accionaria

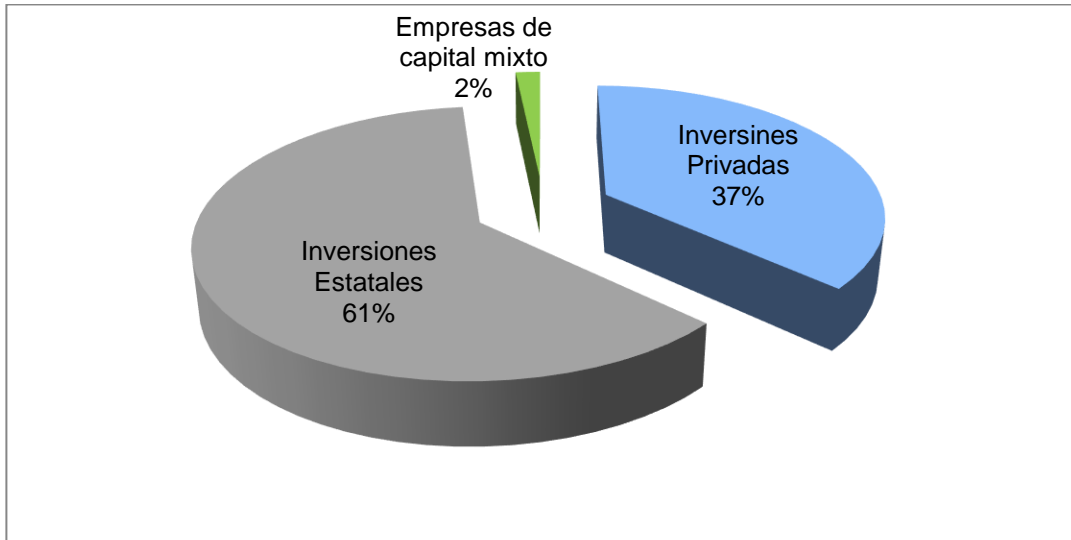


Fuente: Fuente: Página ISA²¹

²¹ Ibid, Participación Accionaria

En la siguiente figura se puede observar que el Estado es quien cuenta con más participación de la empresa

Figura 8. Porcentaje de participación Accionaria Pública, Privada y Mixta de ISA



Fuente: Página de ISA ²²

5.2. LIQUIDEZ ACCIONARIA

La bursatilidad es un indicador que considera el desempeño durante los últimos 6 meses de una acción determinada en el mercado accionario, y sirve para identificar el grado de liquidez que tienen dichas acciones. Por su grado de bursatilidad, las acciones se pueden clasificar como de alta, media, baja y mínima, siendo la mejor la alta y la inferior la mínima.

La bursatilidad de una acción establece su facilidad de ser comprada o vendida a mayor bursatilidad mayor facilidad de comprarse y venderse. En relación al comentario anterior y a la información encontrada en la Bolsa de Valores de Colombia, ISA tiene un grado de liquidez ALTA, es decir que tiene un alto grado de facilidad de ser vendida o comprada en el mercado accionario

²²Ibíd. Participación Accionaria

5.3 LIBRE FLOTACIÓN

La venta de las acciones de ISA por parte de Ecopetrol se realizó mediante oferta pública en los meses de abril y diciembre, donde se adjudicó el 100% de su participación (77% y 23% respectivamente). Como resultado de esta venta, el porcentaje del flotante (lo que se transa libremente en el mercado), pasó de 31,44% a 36,76%. de abril a diciembre del 2016.

5.4 POLÍTICA DE DIVIDENDOS

El dividendo es la parte de los beneficios de la empresa que se entrega a sus accionistas en concepto de retribución al inversor. Es decir, por cada acción que posea un accionista, tendrá derecho al pago de un dividendo. Dentro de los dividendos hay que distinguir dos tipos: los ordinarios y los extraordinarios. Los ordinarios hacen referencia al reparto de dividendo correspondiente al beneficio de un ejercicio, mientras que los extraordinarios no presentan relación con las cuentas del ejercicio, sino porque se ha producido algún acontecimiento extraordinario²³.

Para el caso de ISA, en la siguiente tabla se muestra la política de dividendos durante los últimos años.

Tabla 14. Políticas de dividendo

Concepto	2014	2015	2016
Utilidad Neta total del año	756.522.000.000	1.039.547.000.000	5.017.735.000.000
Número de acciones	1.107.687.894	1.107.687.894	1.107.687.894
Dividendo por acción	\$ 268,00	\$ 288,00	\$ 392,00
Beneficio por acción	\$ 683	\$ 938	\$ 4.530
Pay-out	39%	31%	9%

Fuente: Creación propia

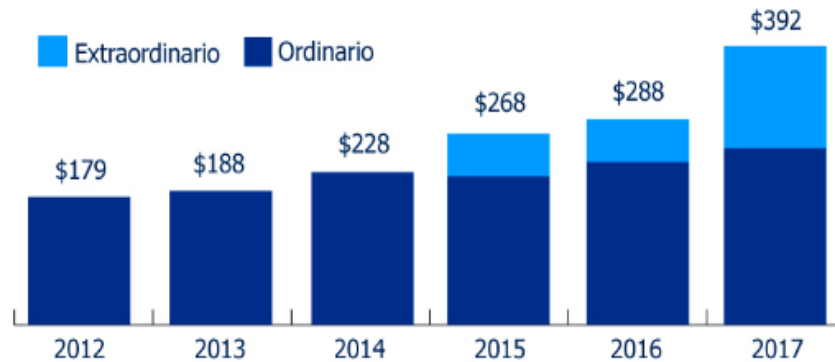
Se puede observar que a pesar de que el monto del pago de los dividendos ha venido en aumento, su pay-out (política de dividendos) se ha hecho más rígida, es decir ha venido disminuyendo, esto indica que ISA está en crecimiento y está acudiendo a la auto-financiación, lo cual debe ser considerado por el inversor al momento de comprar o vender acciones de esta compañía.

²³ ANDBANK., Definición y tipos de dividendos [En línea], 1 de junio 2012[revisado el 24 de julio del 2017]. Disponible en internet: <http://www.andbank.es/observatoriodelinversor/definicion-y-tipos-de-dividendos/>

ISA dentro de su política de dividendos y considerando los Estados Sociales, además del Código de Buen Gobierno, establece y por decisión de la Asamblea General de Accionistas; el pago de un dividendo por acción proporcional a los resultados financieros de la compañía.

En la Figura 9 de pago de dividendos de ISA se observa que el monto reconocido por este concepto ha estado en crecimiento desde el año 2012, y se hace un especial reconocimiento al pago de dividendos extraordinarios ya que desde el 2015 el monto reconocido por este concepto ha ido en aumento. El pago y aumento en el tiempo de valores por concepto de dividendos hace más atractiva la inversión en la compañía ISA.

Figura 9. Pago de dividendos de los últimos 6 años



Fuente: ISA²⁴.

Dividendos decretados durante el período transcurrido del año 2017: La Asamblea General Ordinaria de Accionistas de ISA realizada el 31 de marzo de 2017, aprobó la proposición sobre la apropiación y distribución de utilidades del ejercicio 2016. La propuesta consiste en distribuir utilidades por \$434.210 millones, en un dividendo ordinario de \$248 por acción y un extraordinario de \$144 por acción, para un total de \$392 por acción que representa un crecimiento del 36% frente al año anterior.

²⁴ ISA, Información Bursátil. Dividendos por acción [En línea], [revisado el 25 de Julio del 2017]. Disponible en internet: <http://www.isa.co/es/relacion-con-inversionistas/Paginas/informacion-bursatil/dividendos.aspx>

6. RIESGOS DE INVERSIÓN

Riesgo de mercado (nacional e internacional, precio): Ante los riesgos del mercado la empresa Interconexión Eléctrica S.A.E.S.P ha tomado en consideración algunas variables de tipo macroeconómico como: tasa de cambio, tasa de interés, volatilidad de materias primas, inflación y commodities principalmente. Partiendo de un análisis riguroso la empresa pretende subsanar y prever eventos que pueden generar coyunturas que afecten el mercado. La gestión de riesgos contribuye además a caracterizar el contexto operacional de cada negocio, donde se considera la variación de las tendencias macroeconómicas para el sector, cambios en la regulación, vulneración de los Derechos Humanos, transformaciones sociales, ambientales y prediales, escasez de recursos naturales y factores políticos, entre otros.

Riesgo de tipo de cambio. Para evaluar las fluctuaciones del riesgo cambiario sobre las operaciones peso/dólar la empresa hace una labor que implica conocer los componentes que determinan el valor de la moneda en términos de otra. Para ello la empresa ISA tiene en cuenta: a) Mercado monetario: poniendo principal atención en las tasas de interés de los instrumentos financieros similares y comparables disponibles en ambas monedas; b) Mercado de bienes y servicios: compara precios de bienes similares o tasas de inflación para evaluar el poder de compra de una y otra moneda. La volatilidad de la tasa de cambio hace vulnerable la compañía frente a los flujos que percibe por operaciones en otros países.

Riesgo de escasez de recursos naturales: a) Baja hidrología de afectación Nacional. Ante períodos de bajos aportes hídricos en las cuencas que surten los embalses de la empresa, Isagen queda expuesta a compras en bolsa a precios altos para poder cumplir los compromisos de venta de energía en contratos, esto dado que Termo centro sólo permite un respaldo parcial de la generación de las plantas hidráulicas. b) - Mayores dificultades para la construcción de nuevos proyectos: Mayores requisitos ambientales y sociales en temas como el de consulta previa, en censos poblacionales de personas afectadas y mayores exigencias técnicas en los proyectos que aún son factibles en el país, exigen no solo mayor tiempo en la construcción sino también mayores inversiones

Gestión de permisos y licencias ambientales: Incluye las acciones orientadas al cumplimiento de los requerimientos ambientales necesarios para la obtención oportuna de la licencia ambiental de los proyectos.

Gestión de impactos sobre la biodiversidad: consta de las acciones orientadas a gestionar los impactos generados por las empresas sobre la biodiversidad, con el fin de proteger los ecosistemas (flora y fauna).

Riesgo Operativo: Los riesgos operativos están sujetos a cambios internos y/o externos, estos pueden ser: a) *Externos*: nuevos competidores en el mercado, cambio climático, cambios políticos y económicos, problemática con las comunidades rurales frente a la nueva infraestructura vial,

instalación de redes de telecomunicación y generación de energía, atentados terroristas, entre otros;
b) *Internos*: Falta de recurso humano calificado, Tecnología.

Para mitigar estos riesgos la empresa dispone de instrumentos como el Código de Ética, el Código Antifraude y el Sistema de Administración de Riesgo de Lavado de Activos y Financiación del Terrorismo –SARLAFT–, permite incrementar los niveles de seguridad de ISA y sus empresas ante riesgos relacionados con los principios en ellos consagrados.

Riesgo Financiero: Se prevé un ritmo de crecimiento económico menor en las principales economías de la región con respecto al observado en la última década, debido principalmente a factores como la caída estructural en el precio del petróleo y los metales, a la baja actividad económica de China y su menor demanda de commodities, y a la debilidad cambiaria.

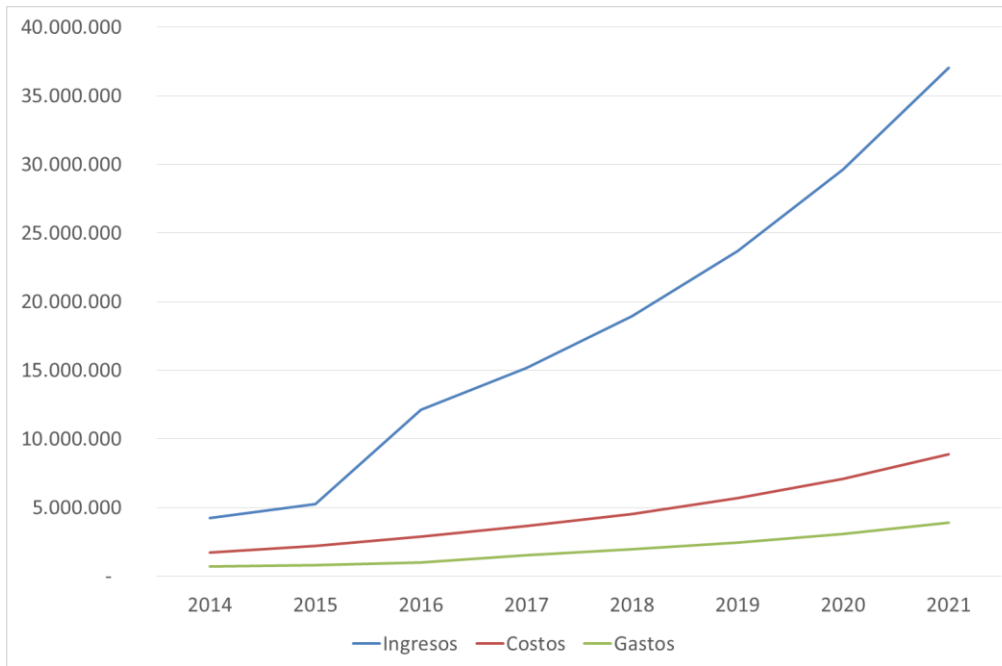
Riesgo sindical: Isa cuenta con un sindicato llamado SINTRAISA y debido a la “Convención Colectiva”, los trabajadores de ISA y particularmente sus afiliados gozan de beneficios sindicales.

7 EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

7.1 SUPUESTOS DE OPERACIÓN

Para hacer los supuestos de operación se hizo un amplio análisis financiero que incluye el estudio de las ventas, costos y gastos; los márgenes de rentabilidad, análisis de gestión, entre otros.

Figura 10. Relación ingresos, costos y gastos de ISA



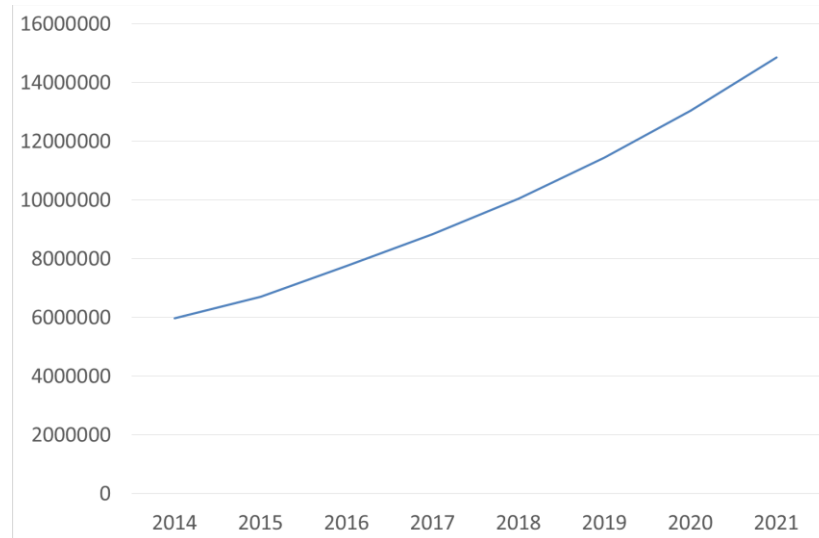
Fuente: Elaboración propia

En el gráfico anterior se observa que los ingresos tienen un nivel de crecimiento mayor al crecimiento de los costos y gastos lo que refleja una correcta planeación del uso de estos recursos. En el año 2016 la empresa empieza un proceso de optimización y logra incrementar sus ventas en el 130% comparado con el año anterior y logra disminuir sus costos y gastos en el 24% y 8% respectivamente, sobre las ventas.

7.2. SUPUESTOS DE INVERSIÓN

La inversión en propiedad, planta y equipo es creciente y constante durante el periodo histórico y se proyecta que se mantenga en los próximos cinco años como se observa en la figura a continuación.

Figura 11 .Propiedad planta y equipo ISA



Fuente: Elaboración propia

7.5 CAPITAL DE TRABAJO

Financieramente, el capital de trabajo se define como aquellos recursos necesarios para la operación de la empresa. Está representado por la sumatoria del efectivo, las cuentas por cobrar y los inventarios. Si a ese valor se le deducen las cuentas por pagar, se obtiene el capital de trabajo neto operativo. A continuación, se presenta el capital de trabajo y el capital de trabajo neto operativo histórico y proyectado con el que se realizó la valoración de la empresa ISA.

 Tabla 15. *Capital de trabajo*

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Efectivo	479.739	1.360.727	1.075.803	1.235.664	2.320.678	2.900.847	3.626.059	4.532.574	5.665.718
Cuentas por cobrar	11.552.059	12.169.340	12.535.254	20.377.581	30.777.801	38.472.251	48.090.313	60.112.892	75.141.115
Inventarios	170.632	167.048	229.739	174.675	317.729	397.162	496.452	620.565	775.706
KTO	12.202.430	13.697.115	13.840.796	21.787.920	33.416.208	41.770.260	52.212.825	65.266.031	81.582.539

Cuentas por Pagar	1.959.257	1.603.016	1.836.854	1.884.935	2.933.199	3.666.498	4.583.123	5.728.903	7.161.129
KTNO	10.243.173	12.094.099	12.003.942	19.902.985	30.483.009	38.103.762	47.629.702	59.537.128	74.421.409

Fuente: Elaboración propia

7.6 IMPUESTO SOBRE LA RENTA

Para el año 2014 la tasa impositiva del impuesto a la renta era del 25%. A partir del 2015 entra en vigor la Ley 1739 de 2014 la cual creó la tarifa del impuesto de la renta para la equidad (CREE).

Este impuesto tiene como hecho generador la posesión de riqueza al 1° de enero de 2015 igual o mayor a \$ 1.000 millones de pesos. Debe entenderse por riqueza el total del patrimonio bruto menos las deudas a cargo del contribuyente.

Tabla 16. *Impuesto de renta en Colombia*

Año	2014	2015	2016	2017	2018
Base	25%	25%	25%	34%	33%
CREE		9%	9%		
Sobretasa		5%	6%	6%	4%

Fuente. Elaboración propia

Por su parte, la Ley 1819 de 2016 estableció que durante el 2017 la tarifa será del 34% más 6% de sobretasa, y para el 2018 del 33% más 4% de sobretasa. La sobretasa solo aplica a las empresas que tengan utilidades mayores a \$800 millones. Para los siguientes años aún no se ha definido la tasa gravable por lo que se trabajó en la valoración con la del año 2018.

CONCLUSIONES

El mercado eléctrico colombiano y extranjero está en crecimiento y esta bondad debe ser aprovechada por las empresas participantes en el sector a través de estrategias que conlleven al aumento de los ingresos y el fortalecimiento financiero de las compañías, lo que se logrará necesariamente con la implementación de nuevas tecnologías, siendo necesaria la inversión de capital.

La globalización está permitiendo que las compañías locales entren a competir en mercados internacionales, donde tienen gran oportunidad de participación, impulsados por los capitales de inversionistas extranjeros que atraídos por mercados emergentes les dan la posibilidad de hacer crecer sus rendimientos.

Los integrantes del mercado eléctrico colombiano están reconociendo el auge por el consumo de la energía eléctrica y están realizando inversiones locales e internacionales a fin de fortalecerse. ISA no ha sido ajena a esta situación, lo que se ha visto reflejado en el precio de su acción tras pasar de \$ 6.300 en Agosto de 2015 a \$ 13.460 en Agosto de 2017.

Los futuros inversionistas de ISA deben estar atentos al momento de realizar las inversiones en esta compañía, en razón que a largo plazo no se vislumbra un panorama claro sobre los resultados de sus proyecciones e inversiones. En el corto plazo si ha habido acogida de sus estrategias y le permitido aumentar sus ingresos, consecuentemente el monto para pago de sus dividendos ha aumentado, haciéndose más atractiva para los inversores, contrariamente a este indicador se aprecia una disminución del Pay-out

BIBLIOGRAFÍA

Burkenroad reports financiero Latinoamérica ,ISA [en línea], [revisado juniodel 2016]. Disponible en internet: . (s.f.).

Ibid Burkenroad reports financiero Latinoamérica ,ISA,. (s.f.).

Ibid, ISA. : <https://es.investing.com/equities/ISA>. (s.f.).

Ibid, Tasas Banco de la Republica. (s.f.).

ISA. [en línea], Disponible en internet: <https://es.investing.com/equities/isa>. (s.f.).

SMART GRIDS. Colombia visión 2030. Estructura del mercado Eléctrico [en línea], [revisado el 23 de Agosto de 2017]. Disponible en Internet en: http://www.upme.gov.co/Estudios/2016/SmartGrids2030/4_Part4_Anexo1_Proyecto_SmartGrids.pdf. (s.f.).

Subsidios de energía eléctrica, requieren solución estructural .Infraestructura [en línea], [revisado 22 de Agosto 2017]. Disponible en internet: . (s.f.).

Tasas Banco de la Republica, [en línea], [revisado 1 de agosto del 2017]. Disponible en internet:<https://informaciondemercados.corficolombiana.com/web/colombia/tasas>. (s.f.).

El servicio de la prestación de energía al consumidor final en Colombia, está compuesto por actividades como generación, comercialización, transmisión y distribución, estas dos últimas son consideradas como monopolios naturales. . (s.f.).

ISA Nuestra Compañía. Estructura Organizacional [en línea], [revisado 20 de Agosto de2017]. (s.f.).

ISA Reporte Integrado de Gestión 2016. Estados Consolidados de Situación Financiera [en línea], [revisado 20 de Agosto 2017]. Disponible en internet: <http://www.isa.co/es/sala-de-prensa/Documents/nuestra-compania/informes-empresariales/ReporteIntegrado>. (s.f.).

ISA. [en línea], Disponible en internet: <https://es.investing.com/equities/isa>. (s.f.).

Burkenroad reports financiero Latinoamérica ,ISA [en línea], [revisado juniodel 2016]. Disponible en internet: . (s.f.).

Ibid Burkenroad reports financiero Latinoamérica ,ISA,. (s.f.).

Ibid, ISA. : <https://es.investing.com/equities/ISA>. (s.f.).

Ibid, Tasas Banco de la Republica. (s.f.).

ISA. [en línea], Disponible en internet: <https://es.investing.com/equities/isa>. (s.f.).

Subsidios de energía eléctrica, requieren solución estructural .Infraestructura [en línea], [revisado 22 de Agosto 2017]. Disponible en internet: . (s.f.).

Tasas Banco de la Republica, [en línea], [revisado 1 de agosto del 2017]. Disponible en internet:<https://informaciondemercados.corficolombiana.com/web/colombia/tasas>. (s.f.).

ISA Nuestra Compañía. Estructura Organizacional [en línea], [revisado 20 de Agosto de2017]. (s.f.).

ISA Reporte Integrado de Gestión 2016. Estados Consolidados de Situación Financiera [en línea], [revisado 20 de Agosto 2017]. Disponible en internet: <http://www.isa.co/es/sala-de-prensa/Documents/nuestra-compania/informes-empresariales/ReporteIntegrado>. (s.f.).

ISA. [en línea], Disponible en internet: <https://es.investing.com/equities/isa>. (s.f.).

Ibid, ISA. : <https://es.investing.com/equities/ISA>. (s.f.).

ISA. [en línea], Disponible en internet: <https://es.investing.com/equities/isa>. (s.f.).

ISA Nuestra Compañía. Estructura Organizacional [en línea], [revisado 20 de Agosto de2017]. (s.f.).

ISA Reporte Integrado de Gestión 2016. Estados Consolidados de Situación Financiera [en línea], [revisado 20 de Agosto 2017]. Disponible en internet: <http://www.isa.co/es/sala-de-prensa/Documents/nuestra-compania/informes-empresariales/ReporteIntegrado>. (s.f.).

ISA. [en línea], Disponible en internet: <https://es.investing.com/equities/isa>. (s.f.).

¹ Ibid, ISA. : <https://es.investing.com/equities/ISA>

ISA Nuestra Compañía. Estructura Organizacional [en línea], [revisado 20 de Agosto de2017]. (s.f.).

ISA Reporte Integrado de Gestión 2016. Estados Consolidados de Situación Financiera [en línea], [revisado 20 de Agosto 2017]. Disponible en internet: <http://www.isa.co/es/sala-de-prensa/Documents/nuestra-compania/informes-empresariales/ReporteIntegrado>. (s.f.).

ISA Reporte Integrado de Gestión 2016. Estados Consolidados de Situación Financiera [en línea], [revisado 20 de Agosto 2017]. Disponible en internet: <http://www.isa.co/es/sala-de-prensa/Documents/nuestra-compania/informes-empresariales/ReporteIntegradodeGest%CC%81ionISA2016.pdf>

ISA, Informes empresariales, {En línea} <http://www.isa.co/es/nuestra-compania/Paginas/asamblea-general/informes-empresariales.aspx>. (s.f.).

López, Durauf, Guillermo. Finanzas Corporativas, Enfoque latinoamericano. Tercera Edición Alfa omega. Buenos Aires, pag, 296.

ISA, Informes empresariales, {En línea} <http://www.isa.co/es/nuestra-compania/Paginas/asamblea-general/informes-empresariales.aspx>. (s.f.).

ISA. Interconexión Eléctrica S.A. Nuestra compañía [en línea], [revisado 13 de junio del 2017]. Disponible en internet: <http://www.isa.co/es/nuestra-compania/Paginas/default.aspx>. (s.f.).

ISA. Interconexión Eléctrica S.A. Nuestra compañía [en línea], [revisado 13 de junio del 2017]. Disponible en internet: <http://www.isa.co/es/nuestra-compania/Paginas/default.aspx>. (s.f.).

SHERIDAN, Titman. Valoración de Pearson Prattice Hall. Madrid. 2009.

: Ibid, ISA Información para la Valoración de la Empresa. (s.f.).

Ibid, ISA Información para la Valoración de la Empresa. (s.f.).

ISA, Informes empresariales, {En línea} <http://www.isa.co/es/nuestra-compania/Paginas/asamblea-general/informes-empresariales.aspx>. (s.f.).

López, Durauf, Guillermo. Finanzas Corporativas, Enfoque latinoamericano. Tercera Edición Alfa omega. Buenos Aires, pag, 296.

SHERIDAN, Titman. Valoración de Pearson Prattice Hall. Madrid. 2009.



ANEXOS

**ESTADO DE RESULTADOS HISTÓRICO ISA .S.A.
 E.S P (CONSOLIDADOS)**

	2014	2015	2016
Ingresos de actividades ordinarias (operacionales)			
Servicio de transmisión de transporte de energía eléctrica	\$2.282.395,00	\$2.739.308,00	\$8.983.152,00
Cargo por conexión	\$175.738,00	\$202.701,00	\$211.553,00
Concesiones viales	\$843.299,00	\$1.095.223,00	\$1.126.331,00
Despacho y coordinación CND-MEM	\$58.817,00	\$65.015,00	\$75.112,00
Servicios MEM	\$39.274,00	\$34.885,00	\$39.625,00
Tecnología de información y telecomunicaciones	\$237.161,00	\$283.785,00	\$337.167,00
Otros ingresos operacionales	\$53.339,00	\$51.868,00	\$61.423,00
Construcciones para la venta	\$527.472,00	\$797.864,00	\$1.303.189,00
TOTAL INGRESOS OPERACIONALES	\$4.217.495,00	\$5.270.649,00	\$12.137.552,00
Costos de venta y operación	\$1.721.029,00	\$2.198.018,00	\$2.902.062,00
UTILIDAD BRUTA EN VENTAS	\$2.496.466,00	\$3.072.631,00	\$9.235.490,00
Gastos de administración	\$682.239,00	\$812.868,00	\$980.510,00
Otros ingresos(gastos)neto	\$11.999,00	\$35.062,00	\$14.564,00
Método de participación neto ingreso/gasto	\$79.704,00	\$123.840,00	\$233.690,00
UTILIDAD POR ACTIVIDADES DE OPERACION	\$1.905.930,00	\$2.418.665,00	\$8.503.234,00



Ingresos financieros	\$696.883,00	\$1.014.194,00	\$1.054.174,00
Gastos financieros	\$1.469.676,00	\$1.952.529,00	\$2.087.515,00
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	\$1.133.137,00	\$1.480.330,00	\$7.469.893,00
Provisión impuesto de renta	\$376.614,00	\$440.785,00	\$2.452.158,00
RESULTADO DEL AÑO	\$756.523,00	\$1.039.545,00	\$5.017.735,00
Interés no controlador(minoritario)	\$246.809,00	\$337.999,00	\$2.881.106,00
Resultado del atribuible a propietarios de la controladora	\$509.713,00	\$701.548,00	\$2.136.629,00
RESULTADO DEL AÑO			
Resultado neto atribuible a los propietarios de la controladora	\$509.713,00	\$701.548,00	\$2.136.629,00
Participación no controladora	\$246.809,00		
Utilidad neta total del año	\$756.522,00	\$1.039.547,00	\$5.017.735,00
Ganancia/perdidas actuarias por planes de beneficios definidos, netas de impuestos	\$3.928,00	\$1.220,00	-\$14.042,00
Ganancias(perdidas)por coberturas de efectivo, netas de impuestos	\$7.786,00	\$1.593,00	\$69.949,00
Ganancias(perdidas) por diferencias de cambios de conversión, netas de impuestos	\$383.380,00	\$546.648,00	\$150.108,00
OTRO RESULTADO INTERGRAL	\$395.094,00	\$549.461,00	\$206.015,00
Resultado total atribuible a los propietarios de la controladora	\$907.033,00	\$1.255.090,00	\$2.342.644,00



Participaciones no controladoras	\$244.582,00	\$333.918,00	\$2.881.106,00
RESULTADO INTEGRAL TOTAL DEL AÑO	\$1.151.615,00	\$1.589.008,00	\$5.223.750,00
EBITDA	\$2.296.549,00	\$2.871.614,00	\$8.923.123,00
Margen EBITDA		54,5%	73,5%
Margen operacional	45,2%	45,6%	70,1%
Margen neto antes de IM	17,9%	19,7%	41,3%
Margen neto	12,1%	13,3%	17,6%

*Estado de resultados proyectado*

<i>Estado de Resultados</i>	<i>Año 2017</i>	<i>Año 2018</i>	<i>Año 2019</i>	<i>Año 2020</i>
Ingresos operacionales	\$15.171.940,00	\$18.964.925,00	\$23.706.156,25	\$29.632.695,31
(-) Costo de ventas	\$3.641.265,60	\$4.551.582,00	\$5.689.477,50	\$7.111.846,88
Utilidad bruta	\$11.530.674,40	\$14.413.343,00	\$18.016.678,75	\$22.520.848,44
(-) Gastos de administración	\$1.548.286,00	\$1.950.895,01	\$2.458.196,56	\$3.097.414,42
Utilidad operacional	\$8.149.233,55	\$10.186.541,93	\$12.733.177,42	\$15.916.471,77
Gastos financieros	\$2.257.590,72	\$2.821.988,40	\$3.527.485,50	\$4.409.356,87
Utilidad antes de impuestos	\$5.891.642,83	\$7.364.553,54	\$9.205.691,92	\$11.507.114,90
(-) Impuestos	\$1.472.910,71	\$1.841.138,38	\$2.301.422,98	\$2.876.778,72
Utilidad neta	\$4.418.732,12	\$5.523.415,15	\$6.904.268,94	\$8.630.336,17



Flujo de caja libre histórico

Años	2014	2015	2016
UTILIDAD OPERACIONAL	1.905.930,00	2.418.665,00	8.503.234,00
Depreciación	264.405,00	271.735,00	279.145,00
EBITDA	2.170.335,00	2.690.400,00	8.782.379,00
Variación de Capital de Trabajo Neto Operativo	-1.850.926,00	90.157,00	-7.899.043,00
Variación de Propiedad, Planta y Equipo	-2.770.757,00	-727.488,00	-1.046.053,00
Flujo de Caja Libre	-2.451.348,00	2.053.069,00	-162.717,00



Flujo de caja libre proyectado

	2017	2018	2019	2020	2021
UTILIDAD OPERACIONAL	8.149.233,55	10.186.541,93	12.733.177,42	15.916.471,77	19.895.589,72
Depreciación	317.893,85	362.021,54	412.274,70	469.503,64	534.676,68
EBITDA	8.467.127,40	10.548.563,47	13.145.452,12	16.385.975,42	20.430.266,40
Variación de Capital de Trabajo Neto Operativo	-10.580.024,28	-7.620.752,32	-9.525.940,40	-11.907.425,50	-14.884.281,88
Variación de Propiedad, Planta y Equipo	-1.076.229,79	-1.225.624,09	-1.395.756,21	-1.589.504,81	-1.810.148,16
Flujo de Caja Libre	-3.189.126,67	1.702.187,06	2.223.755,52	2.889.045,11	3.735.836,36

Valoración de la compañía

G	3%
Valor de continuidad	43.793.258,24
WACC	12%
Acciones en circulación	1.107.687.894,00
Valor presente flujo de caja libre del período relevante	2.207.234,02
Valor presente del valor de continuidad	25.376.789,64
Valor de las operaciones	27.584.023,66
Activos no operativos	83.731,00
Exceso de Efectivo	1.235.664,00
Valor presente de los Pasivos	12.471.424,00
Valor del Patrimonio	16.431.994.662.100,30
Valor precio de la acción	14.834,50

VALORACIÓN DE ALMACENES ÉXITO S.A.

Carlos David González Marín²⁵

Kelly Johanna Urrego Calvo²⁶

Yuliana González Rodríguez²⁷

RESUMEN

Almacenes Éxito es una empresa multinacional del sector del retail con una cadena de hipermercados catalogada como la más grande de Colombia, la empresa generó 62.793 empleos directos en el año 2010, tiene filiales como Carulla, tiendas Surtimax, Home Mart y Súper Inter.

Dado lo anterior y por interés académico se realizó la valoración por el método de Flujo de Caja Libre Descontado obteniendo un precio de acción de COP\$21.773. Para el 29 de junio de 2017 la acción se cotizaba en la Bolsa de Valores de Colombia a un precio de acción de COP\$15.360 lo que supone un potencial de valorización del 41,75% por lo que se recomienda COMPRAR.

La recomendación se basa en las proyecciones efectuadas hasta el año 2.020 y los buenos resultados mostrados en los últimos tres años, con el plan de crecimiento en Brasil y Argentina. Lo que ha llevado a un alto porcentaje de generación de valor para la empresa.

Palabras clave - Valoración, Capitalización, Bursátilidad, Beta, Comercio al detal, Multiformato, Acciones, Inversión, Rentabilidad.

ABSTRACT

Almacenes Éxito is a multinational company of the retail sector with a chain of hypermarkets cataloged as the largest in Colombia, the company generated 62,793 direct jobs in 2010, has subsidiaries such as Carulla, stores Surtimax, Home Mart and Super Inter.

Given the above and due to academic interest, the valuation was done using the discounted Free Cash Flow method, obtaining a share price of COP \$ 21,773. For June 29, 2017, the stock was quoted on the Colombian Stock Exchange at a stock price of COP \$ 15,360, which represents a potential appreciation of 41.75%, for which it is recommended to BUY.

²⁵ Contador Público de la Universidad Libre seccional Pereira

²⁶ Contadora Pública de la Universidad Libre seccional Pereira

²⁷ Contadora Pública de la Universidad Libre seccional Pereira

The recommendation is based on the projections made up to the year 2020 and the good results shown in the last three years, with the growth plan in Brazil and Argentina. This has led to a high percentage of value generation for the company.

Keywords - Evaluation, Capitalization, Stock market, Beta, Retail, Multiformat, Actions, Investment, Profitability

INTRODUCCIÓN

Se pretende a través de este trabajo realizar la valoración de Almacenes Éxito y poner en práctica los conocimientos adquiridos durante la carrera de Contaduría Pública y que pudieron fortalecerse durante la asistencia al seminario Valoración de Empresas que se realizó como opción de grado en colaboración con la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM) y la Universidad Libre seccional Pereira.

En este documento se encontrarán datos relevantes de la compañía para brindar a sus lectores un mejor entendimiento sobre la industria, accionistas, factores que influyen en la variación del precio en el mercado y los posibles riesgos de inversión a los que se ve enfrentado a diario.

En el proceso de valoración para Almacenes Éxito se proyectaron los Flujos de Caja Libre de la empresa desde el año 2017 al 2020, teniendo como base la información financiera de los últimos tres años. El resultado obtenido con este método fue un precio de acción de \$21.773 COP, mientras que el precio de la acción fue de \$15.360 COP por acción a 29 de junio del 2017 al cierre de la transacción de la Bolsa de Valores de Colombia.

MARCO TEÓRICO

Determinar cuál es el valor de una empresa, es una práctica que se hace necesaria en la actualidad debido a las innumerables variables que se deben tener en cuenta para poder tomar decisiones a la hora de invertir y que, además, el resultado varía según el método de análisis empleado y según el analista que haga la valoración, es así como una misma empresa puede arrojar valores diferentes dependiendo del método y del analista.

Una empresa en funcionamiento, independientemente del estado económico o en la fase en la que se encuentre, deberá valorarse en vez de evaluarse como un proyecto de inversión, donde el caso particular lo constituye la valoración.

En conclusión, en la medida en que se avanza en el tratamiento de la valoración se identifica la necesidad de aplicar un método específico para proceder a valorar. Esta inquietud se resuelve

clasificando los métodos para valorar una empresa en marcha, es decir, los métodos tradicionales y los métodos modernos. Entre los métodos tradicionales se encuentran: balance general, estado de resultados y los métodos mixtos, de donde se desprenden los respectivos criterios. En el grupo de los métodos modernos se integran los métodos de flujos, creación de valor y de opciones; también de ellos se desprenden unos criterios.

Los métodos basados en los flujos están constituidos por criterios que tienen menos debilidades que los presentados en los métodos tradicionales. La pregunta inmediata por formular es, ¿qué considerar como flujos? Éstos son todo movimiento de partidas del balance general y/o combinados con partidas del estado de resultados, expresado en pesos, que pueda ser pronosticado hacia el futuro por efecto de un comportamiento dado de la empresa en su entorno.

Calculando los flujos de caja, tanto bajo el punto de vista operacional como financiero. Es decir, se insiste en el flujo de caja y no en el flujo de efectivo. El flujo de caja es resultado de todas las actividades, especialmente operacionales, mientras que el flujo de efectivo mezcla aspectos operacionales como no operacionales. Este flujo neto se trae a valor presente igual a los casos anteriores. Tienen la inmensa ventaja de calcular directamente el flujo de caja disponible para los dueños y terceros, y las desventajas que hemos mencionado anteriormente para los métodos de actualización; de ahí su gran acogida en el campo práctico, puesto que es el que se aproxima a una situación más clara de una empresa en cuanto a lo que es capaz de producir por sí sola.²⁸

La valoración por el método de flujo de caja descontado está considerada en el campo teórico científico como uno de los más precisos y además muestra una relación directa entre el crecimiento de la empresa y la utilidad.

Por todo lo anterior, se utilizará el método de flujo de caja libre descontado para efectuar la valoración de Almacenes Éxito.

1. ANÁLISIS DE INVERSIÓN

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

Almacenes Éxito registra un alza importante en el precio de su acción en la bolsa de valores a finales del año 2013 e inicios del año 2014; en la década anterior a este periodo, se puede notar un ascenso progresivo y bastante favorable en el precio para dicha acción.

²⁸ Jaramillo Betancour, F. (2010). Valoración de empresas. Bogotá: CO: Ecoe Ediciones, Capítulo 4, pp. 208-210-233-257. ProQuest ebrary. Web. 1 September 2017. Copyright © 2010. All rights reserved.

Figura 12. Desempeño histórico de la Acción

Fuente: Bolsa de valores de Colombia <https://www.bvc.com.co/>

Desde el año 2014 se evidencia una tendencia a la bajista hasta la actualidad, es el anuncio de intención de compra de acciones o adquisición del 50% de los derechos de Pão de Açúcar en Brasil y del 100% de Libertad en Argentina.

TESIS DE INVERSIÓN

La valoración arroja un indicador favorable con un valor de COP\$21.773, siendo este un valor muy por encima a los 15.360 COP por acción a 29 de junio del 2017, dando como resultado una recomendación de compra; lo anterior indica una valoración de la acción de 6.413 COP mostrando un indicador propicio para la compra o negociación en la bolsa de valores de Colombia con Almacenes Éxito.

El aumento de un 55% en sus ingresos para el 2016 con respecto al año inmediatamente anterior y la exitosa expansión hacia Argentina y Brasil en el año 2015, además la falta de valor reconocido en la actualidad en la bolsa de valores debido a su tendencia a la baja desde que la noticia de la nombrada expansión a los países latinos se llevó a cabo, avalan la recomendación dada hacia la compra y la convierte en una potente oportunidad de inversión a mediano plazo.

Pese a lo anterior, Almacenes Éxito debe de demostrar en los próximos años que la gran inversión que hizo en Argentina y Brasil, no fue una mala decisión y que por el contrario dará el valor esperado. Teniendo en cuenta que estos dos países enfrentan serios problemas de orden público y gubernamental, además de una economía muy variante en el desarrollo de su PIB.

VALORACIÓN

La valoración de Almacenes Éxito se desarrolló a través del método de flujo de caja libre descontado, ya que ésta es una de las herramientas más utilizadas en el campo, para realizar un análisis efectivo del valor de la compañía.

Tabla 17. Resumen Valoración precio de la acción Almacenes Éxito

g	3%
Valor de continuidad	\$181.864.487
WACC	10,43%
Acciones en circulación	9.728
Valor presente flujo de caja libre del periodo relevante	\$21.006.217,49
Valor presente del periodo de continuidad	\$181.864.487
Valor de las operaciones	\$202.870.704,55
Activos no operativos (2016)	\$179.357
Exceso de efectivo (2016)	\$18.720.168
Valor presente de los pasivos (2016)	\$9.958.704
Valor del patrimonio	\$211.811.526
Valor acción	21.773

Fuente: Elaboración propia

Para poder llegar al valor de la acción estimado, se partió de la información histórica de la Compañía de los últimos tres años, utilizando los estados financieros del 2014, 2015 y 2016 respectivamente. Posteriormente se realizó una proyección para los años 2017 al 2020.

El gradiente marcó un 3% gracias a los buenos resultados de la compañía en los últimos años, a los buenos valores que arrojó la proyección del flujo de caja libre y a las grandes expectativas que se

esperan de la gran inversión que hizo en Brasil y Argentina y de la cual se espera un resultado positivo en el valor de la acción que aún no se le reconoce.

El valor de continuidad se obtuvo de dividir el valor total del flujo de caja libre del periodo 2020 sobre la resta del valor porcentual del WACC y el gradiente.

Tabla 18. Comparativo EBITDA con empresas competidoras

EMPRESAS	EBITDA	%
MAKRO	28,58	100%
PRICE SMART INC	27,21	95%
FALABELLA	23,72	83%
CENCOSUD	15,70	55%
ÉXITO	9,75	34%

Fuente: Bloomberg Business

De acuerdo con estos resultados, se muestra la gran diferencia que hay entre el Éxito y sus competidores, donde el EBITDA marca 9,75 que representa tan solo un 34%, lo que evidencia que se encuentra un 66% por debajo MAKRO, que repunta entre los competidores mostrados en la tabla.

Tabla 19. Comparativo EBITDA periodos 2014 al 2020

ALMACENES ÉXITO	VALORES HISTÓRICOS			VALORES PROYECTADOS			
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EBITDA	1.160.998	3.945.758	4.734.687	8.850.262	13.074.475	19.531.167	29.527.920

Fuente: Elaboración propia

El crecimiento del EBITDA del año 2014 al 2015, dio un salto muy representativo que viene marcado principalmente por las inversiones que Almacenes Éxito hizo en Argentina y Brasil en estos dos periodos. También se puede notar un crecimiento recurrente en los demás periodos, gracias a su política expansiva.

Tabla 20. Comparativo Flujo de caja libre periodos 2014 al 2020

ALMACENES ÉXITO	VALORES HISTORICOS			VALORES PROYECTADOS			
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Flujo de caja libre	- 123.161	- 7.166.41 2	6.268.69 6	- 1.388.74 6	5.724.80 2	8.756.22 6	13.505.52 0

Fuente: Elaboración propia

Los flujos de caja negativos en el 2014 y 2015, reflejan la inversión que presenta en Argentina y Brasil en su proceso de expansión, recuperándose en el 2016 con algo de inestabilidad, producto de la difícil situación económica que sufren los países en los que invierte la empresa. A su vez se espera que después del 2018 su flujo sea más regular una vez se estabilice y tome fuerza en los nuevos mercados adquiridos en Argentina y Brasil.

Tabla 21. Cálculo del costo promedio ponderado de capital (wacc)

	2014	2015	2016
WACC	11,45%	9,38%	10,44%
Kd	76,56%	14,31%	17,51%
KdT	56,67%	8,44%	9,81%
Bl	0,9064	2,7451	2,7668
Ke	8,16%	12,89%	12,95%
T%	25,98%	41,03%	44%
Intereses	154.970	1.628.308	1.744.110
Deuda	202.418	11.376.800	9.958.704
Patrimonio	2.778.382	3.060.650	2.515.215
D%	6,79%	78,80%	79,84%
P%	93,21%	21,20%	20,16%
Bu	0,86	Tomado el 29 junio 2017 de DAMODARAN.	
Rf	5,83%	Tomado el 29 junio 2017 del Banco de la Republica.	
Rm	8,40%	Tomado el 29 junio 2017 de DAMODARAN.	

Fuente: Elaboración propia

En el análisis del WACC (Weighted Average Cost of Capital) que en español significa Promedio Ponderado del Costo de Capital, se encuentra que en los años 2014 al 2016 hay un promedio de 10.43% del costo de capital, el cual se puede considerar aceptable, máxime si se tiene en cuenta que el costo de la deuda se vio muy afectado en el 2014 principalmente por los cambios que sufrió la compañía con la expansión hacia Argentina y Brasil.

Esto muestra un buen comportamiento del costo de capital, después de los drásticos cambios a fines del 2014.

Tabla 22. Análisis del Valor Económico Agregado (EVA)

	2014	2015	2016
UODI obtenida	425.567	958.379	1.410.457
UODI mínima a obtener	207.423	545.078	858.812
EVA	218.144	413.301	551.645
Activos netos de operación	1.811.062	5.808.453	8.225.317

Fuente: Elaboración propia

En los últimos tres años hay un enorme crecimiento del EVA (Economic Value Added – Valor económico agregado), con un promedio del 161%. Una cifra muy alentadora, sobre todo después de la arriesgada maniobra de invertir en los mercados de Argentina y Brasil.

En la sensibilización efectuada donde se tienen en cuenta las variaciones s de -1% a 1% del WACC y las variables de -1% a 1% de gradiente de crecimiento (g); partiendo de un valor de acción esperado por COP\$21.773 COP, se obtiene un precio mínimo de COP\$17.761 y un precio máximo de COP\$28.711 en los extremos de los escenarios efectuados.

Tabla 7. Sensibilidad del precio de la acción ante variaciones en el wacc y el gradiente de crecimiento

		wacc				
		-1%	-0,50%	ESPERADO	0,50%	1%
Gradiente de crecimiento	-1%	21.820	20.617	19.555	18.609	17.761
	-0,50%	23.170	21.797	20.594	19.532	18.586
	ESPERADO	24.730	23.146	21.773	20.571	19.509
	0,50%	26.552	24.706	23.123	21.750	20.549
	1%	28.711	26.529	24.683	23.100	21.728

Fuente: elaboración propia

Tabla 8. Sensibilidad del precio de la acción ante variaciones en el wacc y el crecimiento de ventas

		wacc				
		-1%	-0,50%	Esperado	0,50%	1%
Crecimiento	-10%	21.644	20.264	19.068	18.020	17.095
	-5%	23.181	21.700	20.416	19.291	18.298
Ventas	Esperado	24.730	23.146	21.773	20.571	19.509
	5%	26.282	24.596	23.134	21.854	20.723
	10%	27.829	26.040	24.489	23.131	21.932

Fuente: elaboración propia con resultados producto de la valoración.

Se concluye entonces que la afectación más negativa en el valor de la acción es de 17.095 y se logra con la combinación de un WACC DE 1% y un decrecimiento de las ventas en -10%. A su vez, la afectación más positiva en el valor de la acción es de 28.711 y se logra con la combinación de un WACC DE -1% y un gradiente de crecimiento (g) de 1% positivo.

2. ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

En Colombia el sector retail ha tenido una tendencia de progreso en los últimos años, está conformado por grandes hipermercados y almacenes de cadena que ofrecen a los consumidores diferentes categorías de productos y hacen parte de la actividad económica de comercio, reparación, restaurantes y hoteles.²⁹

La evolución de este sector se percibe en la prestación conjunta de bienes y servicios, los retails con mayor participación de mercado en Colombia son cadenas extranjeras, las cuales promueven las exportaciones de productos producidos por proveedores colombianos.

Colombia se encuentra posicionada dentro de los primeros lugares de América Latina en el Índice Global de Desarrollo Minorista (GRDI, por sus siglas en inglés), para definir estas posiciones se tienen en cuenta las variables macroeconómicas y variables específicas en el retail. Sigue siendo

²⁹ Estudio Económico Sector Retail en Colombia (2011), Superintendencia de Industria y Comercio http://www.sic.gov.co/recursos_user/documentos/promocion_competencia/Estudios_Economicos/Estudio%20economico%20Retail.pdf

centro de atracción para inversionistas internacionales, por lo que este sector toma una gran relevancia mostrando un mercado atractivo.

“Según GRDI, el sector retail en países en vías de desarrollo es y será muy relevante para sus economías. En los últimos 15 años, la población en estos países ha crecido 1.2 veces y las ventas han crecido 3.5 veces representando más del 50% del valor de ventas a nivel global”. (Artículo de análisis cómo ha evolucionado Colombia).³⁰

3. DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

3.1 HISTORIA, LOCALIZACIÓN E INFRAESTRUCTURA

Almacenes Éxito nace de la fusión entre diferentes cadenas de almacenes ubicados en distintas ciudades del país, inicia desde el año 1905 en Bogotá con el señor José Carulla Vidal bajo la razón social de Carulla, luego en el año 1922 se creó el Ley en la ciudad de Barranquilla, gracias al señor Luis Eduardo Yépez. El Éxito inicia en Medellín por iniciativa de Don Gustavo Toro Quintero en el año 1949 y para el año 1959 Cadenalco se constituye como sociedad propietaria del Ley. Vivero se crea en Barranquilla bajo el liderazgo de Alberto Azout en el año 1969.

La fundación Éxito comienza su historia en el año 1993 y un año después, El Éxito se lista por primera vez en la bolsa de valores en Bogotá, Medellín y Occidente, en 1995 el Éxito crece adquiriendo el 10.5% en acciones de Cativéne de Venezuela.³¹

Marcando tendencias, el Éxito entra a tener su página web en 1998. Un año más tarde, Casino adquiere el 25% de las acciones de la cadena Éxito y ésta por su parte, se queda con la mayoría accionaria de Cadenalco para que posteriormente en el año 2001 ambas empresas terminen por fusionarse.

El negocio inmobiliario da sus primeros pasos en el año 2005, al igual que nace la tarjeta Éxito, el año 2007 se marca como un periodo de varios cambios. Primero, Casino adquiere la mayoría accionaria de Almacenes Éxito. Segundo, Almacenes Éxito se une con Carulla Vivero. Tercero, Viajes Éxito inicia en dicho año. Y por último, almacenes Éxito comienza emisión de acciones internacionales a través de GDS. Un año después, se inician operaciones con Seguros Éxito y Bodega Surtimax.

³⁰ Revista Publicidad y Mercadeo (2016), Análisis: ¿Cómo ha evolucionado el retail en Colombia?, <http://www.revistapym.com.co/destacados/como-ha-evolucionado-el-retail-colombia>

³¹ Historia Grupo Éxito, <https://www.grupoexito.com.co/es/nosotros/historia>

Durante el año 2010 nace el formato de Éxito Express, en el año 2011 almacenes Éxito se queda con el 100% de las acciones de Spice Investments Merco-Sur y posteriormente en el 2012, El Éxito, Carulla y Surtimax, absorben a Cafam, El Ley y Pomona en un proceso de unificación.

Para el año 2015, El Éxito adquiere el 50% de derechos de voto del grupo Pão de Açúcar de Brasil, así como el 100% de Libertad de Argentina. También se estrena la película Colombia Magia Salvaje e inicia operaciones la empresa de logística y transporte LTSA.

Almacenes Éxito es una compañía con presencia en 23 de los 32 departamentos existentes: La Guajira, Atlántico, Magdalena, Cesar, Córdoba, Sucre, Bolívar, Norte de Santander, Antioquia, Santander, Chocó, Risaralda, Caldas, Cundinamarca, Boyacá, Valle del Cauca, Quindío, Tolima, Bogotá, Nariño, Cauca, Huila y el Meta. Con Carulla maneja 100 tiendas; con Surtimax 137 tiendas; con Súper inter tiene 67 puntos; con Surtí Mayorista una tienda y con el Éxito es con la que más presencia cuenta con 261 tiendas en todo el país.

Su ubicación se extiende en sur américa con presencia en Brasil, denominado Grupo Pão de Azúcar con las que cuenta con 185 tiendas bajo este nombre; también cuenta con 77 tiendas bajo el nombre de Minuto; 328 tiendas con Extra; 207 mini mercados Extra y 107 tiendas con Assai.

En Argentina con la marca Libertad maneja 27 tiendas; y en Uruguay con los Grupos Disco y Devoto, maneja 29 tiendas con el nombre Disco, 24 tiendas Devoto, 24 tiendas Devoto Express y 2 tiendas con Géant.³²

3.2 ANÁLISIS FODA: FORTALEZAS, OPORTUNIDADES, DEBILIDADES Y AMENAZAS

A continuación, se presenta en análisis de fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas de Almacenes Éxito.

³² Blog Emprendimiento, Historia de Almacenes Éxito, http://emprendimientodiego159.blogspot.com.co/p/historia-de-almacenes-exito_15.html

Tabla 23. Análisis FODA

Fortalezas	Oportunidades
<p>Alto grado de satisfacción de sus clientes.</p> <p>Crecimiento constante y positivo de la marca Éxito.</p> <p>Dominio, entendimiento y variedad con relación a sus proveedores.</p> <p>Gama muy amplia y de alta calidad en su portafolio de servicios.</p> <p>Dominio geográfico bien focalizado en las zonas más importantes.</p> <p>Confianza y amplio respaldo gracias a la trayectoria y experiencia de su principal accionista el Grupo Casino.</p> <p>Compañía de escala.</p>	<p>Posibilidad de expansión a nivel nacional e Internacional.</p> <p>Crear nuevos vínculos con nuevas compañías proveedoras.</p> <p>Ampliar el portafolio de servicios en múltiples mercados.</p> <p>Mejoramiento en la competitividad e imagen de la marca.</p>
Debilidades	Amenazas
<p>La rentabilidad y ventas están muy expuestas a la situación económica y política del país.</p> <p>Poca presencia en el mercado global está limitado al mercado latino.</p> <p>Se enfrenta a competidores fuertes.</p>	<p>Competencia muy dinámica.</p> <p>Mercado creciente con nuevas marcas competidoras.</p> <p>Constante variación de la inflación.</p> <p>Los países en los que ha hecho inversión tienen una economía inestable y/o en conflicto.</p> <p>Posible afectación por medidas gubernamentales.</p> <p>Afectaciones de orden público.</p>

Fuente: Elaboración propia

3.3 PRODUCTOS Y SERVICIOS

Almacenes Éxito es una compañía enfocada al mercado suramericano, líder del retail. Su economía de escala le da la oportunidad de ser un fuerte competidor y poder brindar una amplia gama de productos con ofertas y precios bajos.

La compañía se ha preocupado por diversificar cada día más su negocio y hoy en día es líder en el comercio electrónico en Colombia, además tiene negocios complementarios donde participa en mercados de tarjetas de crédito, seguros, inmobiliarias, telefonía móvil, giros, viajes, financieros y centros comerciales en Argentina, Brasil y Colombia.

A continuación, se enuncian las principales categorías de productos que se comercializan:

Artículos de mercado: produce alimentos frescos y no perecederos de excelente calidad en la propia marca y marcas líderes del mercado.

Negocio textil: desarrolla ropa y accesorios de marca propia y marcas líderes para todo tipo de público.

Tecnología: comercializa productos de audio, celulares, computadores neveras, lavadoras, Tablet, televisores, videojuegos, ventiladores y demás electrodomésticos.

Viajes Éxito: Con 50 puntos de servicio en Colombia donde maneja diversos paquetes turísticos, también ofrece sus servicios vía web.

Tarjeta Éxito: Línea de crédito por medio de la alianza con Tuya S.A. promoviendo el consumo en sus productos.

Inmobiliario: Construcción de almacenes y centros comerciales y con el actual acuerdo en el Fideicomiso Viva Malls donde Almacenes Éxito tendrá una participación de 51%, mientras que el Fondo Inmobiliario Colombia - FIC participará con el 49% respectivamente.

Seguros Éxito: Alianza entre Almacenes éxito y suramericana desde el 2008 con presencia en más de 20 ciudades de Colombia ofreciendo pólizas de seguros para vehículos, hogar, empresas y a nivel personal.

Estaciones de Servicio: Ofrece combustible para vehículos en 23 ciudades de Colombia en las cuales promueve el uso de la tarjeta combustible del Éxito.

Es importante aclarar que, aunque su portafolio de servicios se ha ampliado y diversificado mucho en la última década, aún sigue siendo el retail y específicamente los alimentos, el producto fuerte.³³

3.4 ESTRATEGIA

Según la estrategia de Almacenes Éxito sus pilares se basan en el crecimiento rentable, el buen servicio, la innovación y sembrando las mejores relaciones con sus empleados, accionistas e inversionistas, proveedores y clientes.

Enfocado en el cliente, hace énfasis en las siguientes estrategias:

Expansión Omni-Canal: Impulsa su empresa penetrando en las principales ciudades, saturando el mercado, asegurando el liderazgo de E-Commerce y fortaleciendo los negocios complementarios.

Desarrollo Comercial: Con un formato diferenciador se preocupa por el mejor servicio al cliente, implementando el programa Crédito Multi-Rotativo (CMR), buscando constantemente nuevos y mejores aliados y fortaleciendo la marca propia.

Excelencia operacional: En constante esfuerzo por mejorar la competitividad en todos sus niveles; Mejorando el capital de trabajo y el retorno sobre la inversión; teniendo un efectivo control sobre los gastos.

Desarrollo de recursos humanos y sostenibilidad: Con aras de una mejor responsabilidad social se enfoca en el buen desarrollo y retención del recurso humano, en la nutrición infantil y en una correcta sostenibilidad como cultura empresarial.

Campo Internacional: Explora oportunidades de mercado a nivel latinoamericano. Actualmente se preocupa por tener Sinergias con Uruguay.³⁴

³³ Negocios y marcas Colombia, Grupo Éxito, <https://www.grupoexito.com.co/es/nosotros/negocios-y-marcas/colombia>

³⁴Inversionistas Grupo Éxito,
https://www.grupoexito.com.co/files/inversionistas/pdf/Exito_Corporate_Presentation-2014_updated_espanol.pdf

Además, otras estrategias adoptadas para liderar el comercio en el mercado suramericano son el intercambio de acciones, fusiones y adquisiciones con otros establecimientos.³⁵

3.5 DESARROLLOS RECIENTES

Gran acuerdo firmado el 22 de diciembre del 2016 por el Éxito y el Fondo Inmobiliario Colombia – FIC, con el cual FIC invertirá más de \$770 mil millones en el patrimonio Autónomo Viva Malls.

La financiación del filme “Colombia Magia Salvaje” permitió desarrollar una campaña de mercadeo exitosa para el posicionamiento de la marca, dicha estrategia apunta a despertar conciencia sobre la importancia de cuidar y conservar los recursos naturales, esta iniciativa hace parte de uno de los tres ejes de responsabilidad social de la marca, contribución al medio ambiente y reducción de la huella de carbono.

La inversión del Éxito para producir la película se estima en no menos de US\$3 millones, esta propuesta en términos de branding superó las expectativas de los directivos de la compañía y permitió poner a la marca Éxito en la mente de los colombianos.³⁶

3.6. ANÁLISIS DE LOS COMPETIDORES

A nivel mundial, se manejan niveles de exigencia altos en el mercado del Retail y para Sur América no es la excepción. La competencia por ser el mejor en el mercado internacional, tiene participantes muy poderosos a los cuales Almacenes Éxito debe hacerles frente.

³⁵ Inversionistas Grupo Éxito,
https://www.grupoexito.com.co/files/inversionistas/pdf/Exito_Corporate_Presentation-2014_updated_espanol.pdf

³⁶ Dinero (2015), ‘Colombia Magia Salvaje’: una exitosa película y estrategia de mercadeo, <http://www.dinero.com/edicion-impres/negocios/articulo/colombia-magia-salvaje-convirtio-exitosa-estrategia-mercadeo/213558>

Tabla 24. Comparativo de las Utilidades de los competidores

TOP 10 DE LAS GRANDES SUPERFICIES MÁS VENDEDORAS						
Cifras en millones						
Ranking Sector 2.000	Razon social	Ingresos Operativos 2014	Variación 14/13 ingresos	Variación 14/13 Patrimonio	Utilidad Neta 2014	Variación 14/13 Utilidad neta
1	Almacenes Exito **	\$10.763.015	6,25%	3,8%	\$458.865	4,67%
2	Olimpica	\$4.247.683	11,14%	12,99%	\$104.479	12,22%
3	Cencosud Colombia	\$3.966.378	3,35%	3,02%	-\$265.705	8,99%
4	Colombiana de Comercio	\$3.535.072	15,12%	30,44%	\$100.530	14,64%
5	Sodimac Colombia	\$2.858.375	10,85%	3,81%	\$126.284	14,35%
6	Samsung Electronics	\$1.910.739	0,91%	20,07%	\$12.873	34,89%
7	Lg Electronics Colombia	\$1.511.780	19,75%	70,16%	-\$29.786	79,35%
8	Falabella Colombia	\$1.412.764	13,4%	6,76%	\$26.056	52,7%
9	Almacenes La 14	\$1.347.454	4,21%	0,10%	\$9.891	307,61%
10	Comer. Giraldo y Gomez y Cia	\$1.056.152	28,86%	368,31%	\$171.156	19,6%

Fuente: Supersociedades / Gráfico: LRV/CM

Fuente: Superintendencia de Sociedades de Colombia. Informe Anual de top 200 empresas más grandes de Colombia.

Dentro de los principales competidores se encuentran Olímpica, Cencosud, Almacenes La 14, Falabella, Price Smart entre otros, los cuales manejan líneas muy similares de mercado. Cabe aclarar que el Éxito gracias a la diversificación en su portafolio de servicios y la inclusión en otros mercados como el inmobiliario, seguros, combustibles y tecnología, se enfrenta a nuevos rivales por abatir tales como Terpel, Mobil, Sura, Allianz, Mapfre, entre otros.

Figura 13. Comparativo precio de la acción con los competidores



Fuente: Bloomberg Business (2017)

A pesar de que la marca Éxito está muy difundida y cuenta con un gran reconocimiento a nivel nacional y en sur américa, las marcas competidoras son muy fuertes y están perfectamente posicionadas en el mercado.

Adicional a esto, le suman los competidores sustitutos, pequeñas y micro empresas que también se unen a la pelea del mercado. Es de resaltar entonces, la dura batalla que enfrenta Almacenes Éxito en todos sus frentes y por esta misma razón, hay que reconocer su gran virtud a la hora de sostenerse en un mercado tan competitivo.

4. DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

El cuerpo directivo de la compañía se compone de un Presidente General y otro Presidente Operativo para el negocio de retail, así mismo cuenta con seis Vicepresidencias que apoyan las áreas Financiera, Comercial, Inmobiliaria, Operativa, Jurídica y de Gestión Humana. Dentro del código de buen gobierno de la compañía se hace énfasis sobre las facultades que tiene el Presidente para ejecutar o celebrar todos los actos comprendidos dentro del objeto social de la compañía sin otras limitaciones a las establecidas en los estatutos, esto ratifica la independencia de la administración frente a la Junta Directiva en la toma de decisiones.

Dentro de los logros alcanzados por su actual presidente, el Dr. Gonzalo Restrepo, quien se encuentra en el cargo desde 1991 se pueden destacar: apertura de más de 255 almacenes, inscripción de la empresa en el mercado público de valores en 1.994, la consecución de un socio estratégico como el Grupo Casino en 1998, la integración con Cadenalco en el año 2001, la adquisición del Grupo Carulla Vivero en el año 2006, la emisión de acciones en el mercado internacional en el año 2007 y la reciente alianza estratégica con CAFAM en el año 2010.

Respecto a los incentivos que obtienen sus empleados, la administración de Almacenes Éxito ofrece beneficios adicionales entre los cuales se destacan programas de formación que ayudan a complementar los estudios básicos, a desarrollar nuevas habilidades y competencias; programas de bienestar que buscan promover dentro de las familias de sus empleados, actividades de tipo cultural, deportivo y educativas. Además de los beneficios mencionados anteriormente, los empleados tienen la oportunidad de vincularse a fondos que tienen como objetivo el mejoramiento de sus condiciones económicas, sociales y culturales a través del ahorro y el crédito.

Se destaca dentro de los análisis de remuneración que en el año 2009 el salario estándar de Almacenes Éxito fue un 28,5% más alto que el salario mínimo legal vigente en el país. Otro punto importante es que la antigüedad promedio de sus funcionarios es de 8,3 años. En el año 2002 Almacenes Éxito adoptó su actual código de gobierno corporativo con el objetivo de elaborar una serie de principios que fueran transparentes al definir las responsabilidades y derechos que tienen todos sus directores, administradores, accionistas e inversionistas, de tal forma que se pudiera estipular claramente cuál es el debido proceso que se debe de seguir a la hora de tomar importantes decisiones corporativas, al mismo tiempo que establecía la estructura para estipular las metas y objetivos de largo plazo.

Es importante tener en cuenta que en el año 2009 la compañía participó en la encuesta conocida como código país, cuyo objetivo es revelar las prácticas de buen gobierno de los diferentes emisores en Colombia y la adopción de las recomendaciones emitidas por código país en cuanto a las mejores prácticas empresariales, cabe resaltar que Almacenes Éxito se destacó dentro del sector de comercio ubicándose muy por encima de la media. Durante el mismo año Interbolsa S.A, una de las principales firmas comisionistas del país, realizó un estudio donde evaluaba el manejo de las 18 empresas más importantes del país, en este fue incluido Almacenes Éxito obteniendo un puntaje de 81 sobre 100, donde el promedio del estudio fue de 48.1. Duff & Phelps de Colombia asigna una calificación de riesgo AAA a Almacenes Éxito, esta calificación refleja que los factores de riesgo de no pago sobre la deuda son casi inexistentes, al mismo tiempo que reconoce la calidad de la administración de la empresa exaltando su conocimiento del sector minorista y el gran respaldo que genera su accionista mayoritario, el Grupo Casino.

5. ANÁLISIS DE LOS ACCIONISTAS

5.1 PRINCIPALES ACCIONISTAS

A continuación, se presentan los principales accionistas del Éxito.

Tabla 25. Principales accionistas del Éxito

Shareholders	Common Shares	% Stake
Geant International B.V.	187,689,792	41.93%
Geant Fonciere B.V.	47,725,428	10.66%
Fondo de Pensiones Obligatorias Porvenir Moderado	22,047,343	4.93%
Fondo de Pensiones Obligatorias Protección	18.145,251	4.05%
Bergsaar B.V.	12,130,244	2.71%
Jara Albarracín Manuel	11,946,467	2.67%
Alianza Fiduciaria S.A. Fideicomiso ADM Sonnenblume	7,558,552	1.69%
Moreno Barbosa Jaime	7,416,776	1.66%
Fondo de Pensiones Obligatorias Colfondos Moderado	6,572,492	1.47%
Fondo Bursátil Ishares COLCAP	6,567,565	1.47%
Norges Bank	5,826,175	1.30%
Vanguard Emerging Markets Stock Index Fund	3,777,311	0.84%
Fondo de Pensiones Obligatorias Skandia S.A.	3,665,527	0.82%
TIAA-CREF Funds - Emerging Markets Equit	2,949,600	0.66%

Continuación tabla 26. Principales accionistas del Éxito

Vanguard Emerging Markets Stock Index Fund	2,713,905	0.61%
Lombard Odier Darier Hentsch Invest	2,200,000	0.49%
Fondo de Pensiones Protección	2,109,507	0.47%
NAT. Westminster Bank PLC Depo for 1st Ste Glob	2,075,326	0.46%
Inversiones Pinamar S.A.	1,863,934	0.42%
College Retirement Equities Fund	1,755,255	0.39%

Fuente: Grupo Éxito (2017)

De acuerdo a la información que se interpreta en la siguiente gráfica de composición accionaria, el Grupo Casino tiene en su poder el porcentaje más alto de las acciones del Éxito, la cadena europea inicio su inversión en Colombia hace más de una década, adquiriendo tan solo el 25% de acciones de Éxito.

Figura 14. Composición accionaria a Marzo 31 de 2017



Fuente: Grupo Éxito (2017)

Gracias a que su inversión fue aumentando con el paso del tiempo y que actualmente tiene gran dominio sobre esta compañía, le ha permitido al Éxito liderar diferentes tipos de mercado y llegar a clasificarse como una de las cadenas de hipermercado más importantes del país.

5.2 LIQUIDEZ ACCIONARIA

“La “Bursátilidad” de una acción representa la liquidez que tiene un determinado título, es decir, la facilidad con la que puede ser comprada o vendida, y mucho tiene que ver con el volumen de acciones que intercambian manos. Una acción de alta Bursátilidad puede tener un volumen bajo en determinados días. En cambio, una acción de baja Bursátilidad implica que tiene poca actividad y por ende bajos volúmenes.”³⁷

Según datos de la Bolsa de Valores de Colombia la liquidez accionaria de Almacenes Éxito es alta.

5.3 LIBRE FLOTACIÓN

La libre flotación de Almacenes Éxito es la siguiente:

Tabla 12. Datos de las acciones de Almacenes Éxito

Acciones emitidas	448.240.151 ordinarias
Acciones en circulación	447.604.316 ordinarias
En reserva	81.759.849 acciones
Readquiridas	635.835 acciones
Capital autorizado	530.000.000 acciones
Valor nominal (COP)	\$ 10,00

Fuente: Elaboración propia,.

³⁷ Forbes México, Portada / Economía Y Finanzas /. Daniel Gorinstein. Diciembre 30, 2013 @ 8:00 am. Sobre Bursátilidad y riesgos inherentes. Disponible en internet: <https://www.forbes.com.mx/sobre-bursatilidad-y-riesgos-inherentes/>

El 84.45% de las acciones, están cotizando en la bolsa. Este índice de libre flotación alta ratifica que tiene una gran liquidez en el mercado.

5.4 POLÍTICA DE DIVIDENDOS

En reunión ordinaria del 31 de marzo de 2017, la Asamblea General de Accionistas decretó un dividendo ordinario por valor de \$12.16 por acción y por trimestre, sobre 447.604.316 acciones que se encuentran en circulación, lo que corresponde a la suma de \$21.771.473.930.

El dividendo anual se pagará en cuatro cuotas trimestrales de \$48.64/acción, programados entre el sexto y el décimo día hábil de los meses de abril, julio, octubre de 2017 y enero de 2018.³⁸

6. RIESGOS DE INVERSIÓN

Almacenes Éxito ha implementado un Sistema de Gestión Integral de Riesgos el cual incluye un Sistema de Control Interno que pretende darle un tratamiento adecuado a las situaciones que puedan generar un fuerte impacto frente al cumplimiento de los objetivos propuestos.

Los mecanismos de verificación y evaluación que definen los órganos de gobierno se encuentran dentro de un conjunto de políticas y normas en las diferentes áreas y procesos del Grupo.

De acuerdo con la clasificación de instrumentos financieros que realiza el Éxito como el caso de los derivados, permiten mantenerse protegidos de los riesgos financieros a los que se encuentran expuestos y que estos no afecten su situación financiera. Dentro de los principales riesgos identificados se encuentran:

6.1 RIESGO DE MERCADO

Este riesgo está relacionado con el cambio en los precios del mercado ya sea en la tasa de cambio, tasas de interés y precios de acciones que pueden afectar los ingresos o el valor de instrumentos financieros.

³⁸ Accionistas e Inversionistas Grupo Éxito (2017), <https://www.grupoexito.com.co/es/accionistas-e-inversionistas/relacion-con-inversionistas/dividendos>

En las operaciones de derivados se tienen “forwards” y “swaps”, los cuales están orientados a reducir el riesgo de mercado de los activos y pasivos al hacer uso de las mejores estructuras de cobertura dentro del mercado y así lograr estabilizar los flujos de servicio de deuda.

Por medio de los “forwards” se administra el riesgo cambiario y, en el caso de los “swaps” se administra el riesgo de las tasa de interés en moneda extranjera.

El objetivo de trabajar en la gestión del riesgo de mercado es tener una buena administración y mayor control de exposición a este riesgo dentro de medidas sensatas que al mismo tiempo permitan un mejoramiento de la rentabilidad.

6.2 RIESGO DE CRÉDITO

Este riesgo se haría efectivo en el momento en que una contraparte incumpla con las obligaciones que haya asumido frente a un contrato comercial o tratamiento de un instrumento financiero y debido a esta situación se tenga como resultado una pérdida financiera.

Almacenes Éxito se ve expuesto a este tipo de riesgo por las actividades operativas como sus deudores comerciales y sus actividades financieras como tarjetas de crédito, incluidos los depósitos en bancos e instituciones financieras y demás instrumentos financieros que ejecuta.

6.3 RIESGO DE LIQUIDEZ

Es el riesgo al que podría verse enfrentado el Grupo en caso de presentar dificultades para el cumplimiento de obligaciones asociadas a sus pasivos financieros y que estos se liquiden por medio de entrega de efectivo o de diferentes activos financieros.

El Grupo tiene como enfoque asegurar para administrar la liquidez y dentro de lo posible siempre contar con el recurso suficiente para cumplir con las obligaciones en su vencimiento, sin que se presenten pérdidas y se arriesgue la reputación de la compañía.

Para darle cumplimiento a la prevención de este riesgo se realiza un seguimiento diario de los flujos de caja, control de vencimiento de los activos y pasivos financieros.

La compañía cuenta también con el comité de inversiones encargado de supervisar dichos riesgos financieros, permite a la administración de Almacenes Éxito identificar que las actividades que asumen un riesgo financiero se encuentren en el marco de las políticas y procedimientos corporativos aprobados y que dichos riesgos financieros se identifican, miden y gestionan de acuerdo a las políticas corporativas.

7. EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

7.1 SUPUESTOS DE OPERACIÓN

Almacenes Éxito ha desarrollado unos ingresos muy significativos desde el año 2014 gracias a sus efectivas estrategias de expansión, situación que rompe una tendencia, ya que para el año 2015 sus ingresos tuvieron un alza del 219% consecuencia de la inversión efectuada en Brasil y Argentina. Ver tabla 12.

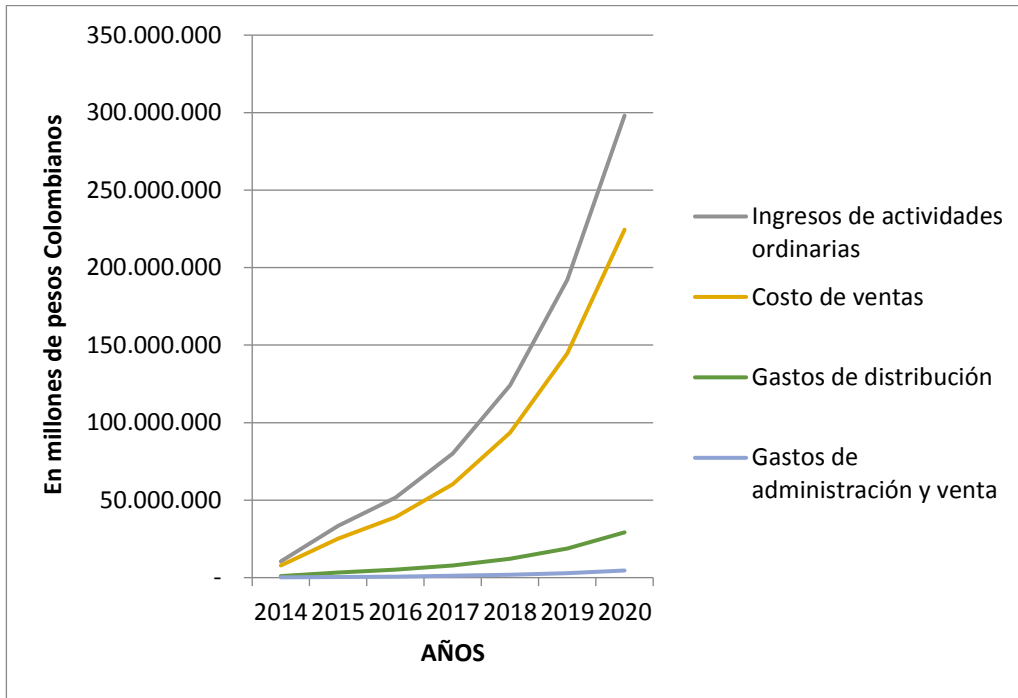
Tabla 13. Supuestos de Operación

Supuestos de operación	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos de actividades ordinarias	10.484.822	33.402.211	51.639.433	80.041.121	124.063.738	192.298.794	298.063.130
Costo de ventas	7.855.400	25.147.776	39.099.555	60.277.864	93.430.689	144.817.569	224.467.231
Gastos de distribución	1.009.657	3.309.466	5.149.537	7.844.751	12.159.365	18.847.015	29.212.874
Gastos de administración y venta	198.829	517.471	615.103	1.235.635	1.915.234	2.968.613	4.601.350

Fuente: Elaboración propia

Para el año 2016 el porcentaje de crecimiento empezó a mostrar una estabilización con un valor positivo de 55% con respecto al año 2015. Ver tabla 12.

Figura 15. Supuestos de operación históricos y proyectados

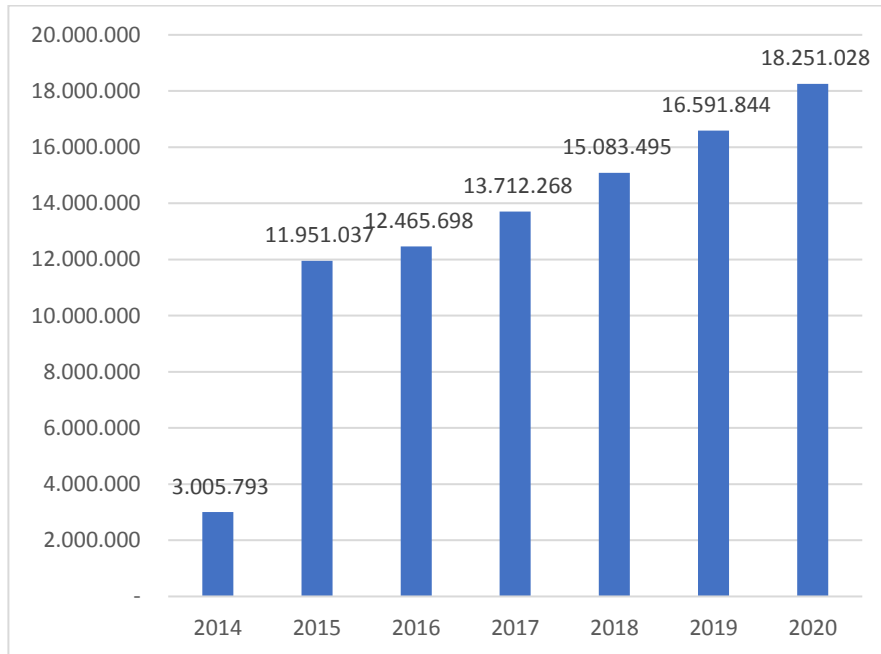


Fuente: Elaboración propia

Los costos de venta crecen en un 75% en promedio en los años de valoración, siendo un porcentaje muy positivo si lo comparamos con los ingresos. En la curva se puede apreciar como aumenta en mayor medida los ingresos frente a los costos.

7.2 SUPUESTOS DE INVERSIÓN

El análisis muestra un incremento del 298% para el año 2015 en la propiedad planta y equipo de Almacenes Éxito. La evolución se muestra claramente positiva debido a la inversión realizada en Argentina y Brasil en el respectivo año.

Figura 16. Evolución de crecimiento de los Activos fijos de Almacenes Éxito

Fuente: Elaboración propia

7.3 CAPITAL DE TRABAJO

El Capital de trabajo neto operativo es la resultante de la suma del efectivo, las cuentas por cobrar y el inventario, restándole las cuentas por pagar. Dichos rubros se obtuvieron de los estados financieros de los años 2014 a 2016 y de la proyección efectuada hasta el año 2020.

El capital de trabajo tuvo un incremento significativo para el año 2015 a causa de la inversión realizada en Argentina y Brasil.

Tabla 14. Tendencia de crecimiento del Capital de Trabajo de Almacenes Éxito

Capital de trabajo	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Efectivo	1.772.411	2.953.938	10.068.717	6.117.844	18.720.168	29.016.261	44.975.204	69.711.566
Cuentas por cobrar	479.868	271.852	4.227.672	1.803.485	2.435.360	3.774.808	5.850.952	9.068.976
Inventarios	1.138.925	1.244.231	8.702.015	5.778.173	9.227.723	14.302.970	22.169.604	34.362.886
Cuentas por pagar	2.189.422	2.710.814	19.072.271	11.822.039	19.513.350	30.245.692	46.880.823	72.665.275
KTNO	1.201.782	1.759.207	3.926.133	1.877.463	10.869.901	16.848.347	26.114.937	40.478.153

Fuente: Elaboración propia

7.4 IMPUESTOS

Otro factor que se debe tener en cuenta, es la alta carga impositiva en materia de impuestos a la que se vio afectado el Éxito en los años 2.015 y 2.016 en comparación con el año 2.014; además, se espera que dicha carga vaya reduciendo gradualmente desde el año 2.017 hasta llegar a un 33% de impuesto de renta sin sobretasas desde el año 2.019 en adelante.

Tabla 15. Histórico y proyección del Impuesto de Renta del Éxito

IMPUESTO DE RENTA	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Impuesto de Renta	25%	25%	25%	34%	33%	33%	33%
CREE	0%	9%	9%	0%	0%	0%	0%
Sobretasa al CREE	0%	7%	10%	0%	0%	0%	0%
Sobretasa de impuesto sobre la renta (Si Utilidades fiscales mayores a \$800 millones).	0%	0%	0%	6%	4%	0%	0%
Total impuesto	25%	41%	44%	40%	37%	33%	33%

Fuente: Elaboración propia

CONCLUSIONES

Después de realizar la valoración correspondiente a la inversión en Almacenes Éxito, se puede concluir que promete un panorama atractivo a mediano y largo plazo, por lo que se espera que la empresa genere aún más valor y de acuerdo a esto la recomendación es comprar, pues todo indica que esta cadena de almacenes podría continuar con su plan de crecimiento en este y otros países.

Almacenes Éxito demuestra una solidez operativa y una diversificación de su capital en diferentes sectores del mercado donde logra minimizar su riesgo financiero; además, cuenta con un excelente posicionamiento en el mercado colombiano con amplia capacidad de generar flujo de caja para manejar sus operaciones.

La compañía se mantiene estable frente a los diferentes factores negativos que podrían surgir al estar ubicado en países latinos, lo que demuestra su hábil gestión para seguir mostrándose atractivo hacia consumidores y operar sin ningún tipo de barrera.

BIBLIOGRAFÍA

(2017), G. É. (s.f.). Obtenido de <https://www.grupoexito.com.co/es/accionistas-e-inversionistas/relacion-con-inversionistas/principales-accionistas>

Blog Emprendimiento, H. d. (s.f.). Obtenido de http://emprendimientodiego159.blogspot.com.co/p/historia-de-almacenes-exito_15.html

Bolsa de valores de Colombia <https://www.bvc.com.co/>. (s.f.).

Colombia., S. d. (s.f.). Obtenido de <http://www.america-retail.com/destacado/olimpica-desbanco-a-cencosud-y-alcanzo-ingresos-por-42-billones/>

Dinero (2015), ‘. M. (s.f.). Obtenido de <http://www.dinero.com/edicion-empresa/negocios/articulo/colombia-magia-salvaje-convirtio-exitosa-estrategia-mercadeo/213558>

Estudio Económico Sector Retail en Colombia (2011), S. d. (s.f.). Obtenido de http://www.sic.gov.co/recursos_user/documentos/promocion_competencia/Estudios_Economicos/Estudio%20economico%20Retail.pdf

Éxito, H. G. (s.f.). Obtenido de <https://www.grupoexito.com.co/es/nosotros/historia>

Éxito, I. G. (s.f.). Obtenido de https://www.grupoexito.com.co/files/inversionistas/pdf/Exito_Corporate_Presentation-2014_updated_espanol.pdf

Forbes México, P. /. (s.f.). Obtenido de Disponible en internet: <https://www.forbes.com.mx/sobre-bursatilidad-y-riesgos-inherentes/>

Bloomberg Business (2017). (s.f.). Obtenido de <https://www.bloomberg.com/quote/EXITO>



Jaramillo Betancour, F. (2010). Valoración de empresas. Bogotá: CO: Ecoe Ediciones, Capítulo 4, pp. 208-210-233-257. ProQuest ebrary. Web. 1 September 2017. Copyright © 2010. All rights reserved.

Negocios y marcas Colombia, G. É. (s.f.). Obtenido de <https://www.grupoexitocom.co/es/nosotros/negocios-y-marcas/colombia>

Revista Publicidad y Mercadeo (2016), A. ¿. (s.f.). Obtenido de <http://www.revistapym.com.co/destacados/como-ha-evolucionado-el-retail-colombia>

www.bloomberg.com. (s.f.).

www.grupoexitocom.co/es/. (s.f.).

ANEXOS

Anexo A

Almacenes Éxito S.A.**Estados de situación financiera consolidados****Al 31 de diciembre de 2014, 2015 y 2016 (Cifras expresadas en millones de pesos colombianos)**

ACTIVOS	2014	2015	2016
Activo corriente			
Efectivo y equivalentes de efectivo	2.953.938	10.068.717	6.117.844
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	202.309	3.326.474	1.168.174
Gastos pagados por anticipado	27.012	166.892	119.733
Cuentas por cobrar partes relacionadas	52.862	63.251	33.142
Inventarios	1.244.231	8.702.015	5.778.173
Activos por impuestos	93.877	1.100.323	896.967
Otros activos financieros	25.119	445.365	100.879
Activos no corrientes mantenidos para la venta	6.740	21.698	18.429.787
Total activo corriente	4.606.088	23.894.735	32.644.699
Activo no corriente			
Propiedades, planta y equipo, neto	3.005.793	11.951.037	12.465.698
Propiedades de inversión, neto	754.775	1.083.600	1.634.551



Plusvalía	1.592.133	6.522.208	5.616.136
Activos intangibles distintos de la plusvalía, neto	82.070	3.706.065	5.663.422
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación, neto	1.052.157	304.102	1.068.087
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	16.681	591.960	586.485
Gastos pagados por anticipado	12.919	57.576	60.488
Cuentas por cobrar partes relacionadas		245.987	15.684
Activo por impuestos diferidos	28.719	524.828	1.456.866
Activos por impuestos		1.941.626	581.947
Otros activos financieros	147.100	1.134.331	703.105
Otros activos no financieros	398	398	398
Total activo no corriente	6.692.745	28.063.718	29.852.867
Total activo	11.298.833	51.958.453	62.497.566

PASIVOS Y PATRIMONIO

Pasivo corriente

Pasivos financieros	7.917	3.922.558	2.963.111
Provisiones por beneficios a los empleados	5.420	4.141	3.276
Otras provisiones	50.796	62.919	36.545
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	2.646.415	18.336.741	11.536.968
Cuentas por pagar partes relacionadas	63.827	688.637	229.981
Pasivos por impuestos	107.823	899.029	320.404
Otros pasivos financieros	158.085	32.602	805.555



Otros pasivos no financieros	79.361	849.766	368.839
pasivo no corriente mantenidos por la venta			14.592.207
Total pasivo corriente	3.119.644	24.796.393	30.856.886
Pasivo no corriente			
Pasivos financieros	36.416	6.707.561	4.354.879
Provisiones por beneficios a los empleados	42.775	41.231	26.872
Otras provisiones	13.214	1.124.682	2.706.629
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	572	34.189	42.357
Cuentas por pagar partes relacionadas		12.704	12.733
Pasivos por impuestos diferidos	54.858	1.206.422	2.965.586
Pasivos por impuestos		455.355	502.452
Otros pasivos financieros		714.079	1.835.159
Otros pasivos no financieros	51.588	1.036.782	82.804
Total pasivo no corriente	199.423	11.333.005	12.529.471
Total pasivo	3.319.067	36.129.398	43.386.357
Patrimonio de los accionistas, ver estado adjunto	7.979.766	15.829.055	19.111.209
Total pasivo y patrimonio de los accionistas	11.298.833	51.958.453	62.497.566

Anexo B

Almacenes Éxito S.A.**Estados de resultados consolidados****Por los años finalizados el 31 de diciembre de 2014, 2015 y 2016****(Cifras expresadas en millones de pesos colombianos)**

Operaciones continuadas	2014	2015	2016
Ingresos de actividades ordinarias	10.484.822	33.402.211	51.639.433
Costo de ventas	7.855.400	25.147.776	39.099.555
Ganancia bruta	2.629.422	8.254.435	12.539.878
Gastos de distribución	1.009.657	3.309.466	5.149.537
Gastos de administración y venta	198.829	517.471	615.103
Gastos por beneficios a los empleados	803.649	2.922.013	4.771.428
Otros ingresos operativos	13.985	44.836	24.957
Otros gastos operativos	27.147	248.383	396.438
Otras ganancias, netas	1.192	54.869	54.058
Ganancia por actividades de operación	605.317	1.356.807	1.578.271
Ingresos financieros	211.332	1.224.071	482.357
Gastos financieros	154.970	1.628.308	1.744.110
Participación en las ganancias de asociadas y negocios conjuntos que se contabilizan utilizando el método de la participación.	30.104	18.359	63.752
Ganancia antes del impuesto a las ganancias por operaciones continuadas	691.783	970.929	380.270



Gasto por impuestos	179.750	398.428	167.814
Ganancia neta del ejercicio por operaciones continuadas	512.033	572.501	12.456
(perdida) neta del ejercicio por operaciones discontinuadas			834.851
(PERDIDA) GANANCIA NETA DEL EJERCICIO			-622.395
Ganancia atribuible a:			
Ganancia atribuible a los propietarios de la controladora	499.430	573.495	43.538
(Pérdida) ganancia atribuible a participaciones no controladoras	12.603	-994	-665.923
Ganancia por acción (*)			
Ganancia por acción básica (*):			
ganancia por acción básica atribuible a la controladora			97,25
Ganancia por acción básica en operaciones continuadas	1.115,79	1.281,26	474,65
(perdida) por acción básica en operaciones discontinuadas			-1.865,15
Ganancia por acción diluida (*):			
ganancia por acción diluida atribuible a la controladora			97,25
Ganancia diluida por acción procedente de operaciones continuadas	1.115,79	1.281,26	474,64
(perdida) por acción diluida procedente de operaciones discontinuadas			1.865,15

(*) Cifras expresadas en pesos colombianos

Las notas que se acompañan forman parte integral de los estados financieros consolidados.

Anexo C

Almacenes Éxito S.A.**Estados de resultados proyectados****Por los años finalizados el 31 de diciembre de 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, y 2020****(Cifras expresadas en millones de pesos colombianos)**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos de actividades ordinarias	10.484.82 2	33.402.21 1	51.639.43 3	80.041.12 1	124.063.73 8	192.298.79 4	298.063.13 0
Costo de ventas	7.855.400	25.147.77 6	39.099.55 5	60.277.86 4	93.430.689	144.817.56 9	224.467.23 1
Ganancia bruta	2.629.422	8.254.435	12.539.87 8	19.763.25 7	30.633.048	47.481.225	73.595.899
Gastos de distribución	1.009.657	3.309.466	5.149.537	7.844.751	12.159.365	18.847.015	29.212.874
Gastos de administración y venta	198.829	517.471	615.103	1.235.635	1.915.234	2.968.613	4.601.350
Gastos por beneficios a los empleados	803.649	2.922.013	4.771.428	6.765.385	10.486.346	16.253.836	25.193.446
Ganancia por actividades de operación	605.317	1.356.807	1.578.271	3.917.486	6.072.103	9.411.760	14.588.228
Gastos financieros	154.970	1.628.308	1.744.110	3.328.067	5.158.505	7.995.682	12.393.307
Ganancia antes del impuesto a las ganancias por operaciones continuadas	691.783	970.929	380.270	589.419	913.599	1.416.078	2.194.921
Gasto por impuestos	179.750	398.428	167.814	235.767	338.032	467.306	724.324



Ganancia neta del ejercicio por operaciones continuadas	512.033	572.501	212.456	353.651	575.567	948.772	1.470.597
---	---------	---------	---------	---------	---------	---------	-----------

Anexo D

Almacenes Éxito S.A.**Estados de flujos de efectivo consolidados**

Por los años finalizados el 31 de diciembre de 2014, 2015 y 2016 (Cifras expresadas en millones de pesos colombianos)

	2014	2015	2016
Flujos de efectivo procedentes de actividades de operación			
Ganancia neta del ejercicio	512.033	572.501	-622.395
Ajustes para conciliar la ganancia del ejercicio			
Impuestos a las ganancias	179.749	398.428	213.460
Costos financieros	19.958	487.147	1.482.056
Ingresos financieros	-77.784	-46.933	-15.252
Aumento en los inventarios	-224.831	-457.897	129.368
Disminución de cuentas por cobrar de origen comercial	17.577	1.560.171	-1.120.166
Aumento en otras cuentas por cobrar derivadas de las actividades de operación	- 59.143	- 66	-1.111.646
Aumento en cuentas por pagar de origen comercial	405.089	5.892.300	44.415
Incremento en depósitos y exigibilidades		1.292	-1.645.360
Aumento en otras cuentas por pagar derivadas de las actividades de operación	24.299	783.980	696.259
Gastos de depreciación y amortización de activos fijos e intangibles	220.961	562.215	1.244.492

Deterioro de valor reconocidas en el resultado del periodo			
Provisiones	43.697	490.445	1.344.160
Pérdida diferencia en cambio neta no realizada	10.340	-216.131	-7.603
Pagos basados en acciones		6.469	25.458
Ganancia por actualización al valor razonable		-27.988	-82.089
Ganancias no distribuidas por aplicación del método de participación	- 30.104	- 18.360	-81.309
Otros ajustes por partidas distintas al efectivo	34.582	57.196	115.325
Ganancia en la disposición de activos no corrientes	-21.367	-78.181	78.282
perdida por clasificación a inversiones valoradas por el método de la participación			5.279
variación en depósito judiciales			-191.377
Otros ajustes para conciliar la ganancia		22.292	2.701
Total ajustes para conciliar la ganancia del ejercicio	543.023	9.416.379	1.126.453
Flujos de efectivo netos procedentes de operaciones	1.055.056	9.988.880	504.058
Dividendos recibidos		109.674	
Impuestos a las ganancias pagados	-107.871	-209.565	-390.913
Flujo neto de efectivo procedente de las actividades de operación	947.185	9.888.989	113.145
Flujos de efectivo utilizados en actividades de inversión			
Flujos de efectivo procedentes de la pérdida de control de subsidiarias u otros negocios		34.952	120.721
Flujos de efectivo utilizados para obtener el control de subsidiarias u otros negocios	-137.404	-3.876.606	-41.709
Ingreso procedente de la venta de propiedades, planta y equipo	49.219	72.320	134.924



Compra de propiedades, planta y equipo	-295.902	-1.054.194	-1.754.217
Ingreso procedente de ventas de activos intangibles	2.340	89.358	
Compra de activos intangibles	-96.115	-559.150	-293.772
Recursos por ventas de otros activos a largo plazo	33	9.225	
Anticipos de efectivo y préstamos concedidos a terceros	-137	221	-16.003
Intereses recibidos	77.699	52.998	28.640
pagos en transacción de acciones entre Cnova N.V y Cnova comercio			- 44.383
efectivo y equivalentes de efectivo en reorganización societaria			-578.667
Otras salidas de efectivo	-2.910	10.616	
Flujos de efectivo netos utilizados en actividades de inversión	-403.177	-5.220.260	-2.444.466
Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de financiación			
Importes procedentes de la emisión de acciones		102	
recursos por cambios en las participaciones en la propiedad en subsidiarias que no dan lugar a la pérdida de control			388.595
pagos por cambio en las participaciones en la propiedad subsidiarias que no dan lugar a la pérdida de control			- 69.471
Préstamos recibidos		6.313.526	8.692.143
Pago de obligaciones financieras	-96.706	- 3.417.158	- 6.876.887
Pagos de pasivos por arrendamientos financieros	- 2.108	- 956	- 3.877
Dividendos pagados	- 237.557	- 283.715	- 384.965
Intereses pagados	- 19.611	- 105.107	- 935.927
transacciones con no controladoras			- 4.165



otras(salidas) de efectivo			3.770
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de financiación	- 355.982	2.506.692	809.216
Incremento neto de efectivo y equivalentes al efectivo, antes del efecto de los cambios en la tasa de cambio	188.026	7.175.421	- 1.522.105
Efectos de la variación en la tasa de cambio sobre el efectivo y equivalentes al efectivo	11.007	- 10.817	1.282.065
Ajustes por Interés minoritario	37.743	- 49.825	
Incremento neto de efectivo y equivalentes al efectivo	236.776	7.114.779	- 240.040
Efectivo y equivalentes al efectivo al principio del periodo	2.717.162	2.953.938	10.068.717
MENOS EFECTIVO AL FINAL DEL PERIODO DE LOS ACTIVOS NO CRRIENTES MANTENIDOS PARA LA VENTA			3.710.833
Efectivo y equivalentes al efectivo al final del periodo	2.953.938	10.068.717	6.117.844

VALORACIÓN ECOPETROLS.A.

*Francisco Javier Aristizabal Aguirre*³⁹

*Andrea Vanessa Morales Lopez*⁴⁰

*Luz Elena Rendon Soto*⁴¹

RESUMEN

Según el método de valoración por Flujos de Caja Libre, el precio de la acción tiene un potencial de valoración del 3,4% tomando como referencia un precio objetivo \$1.437 respecto del precio de mercado cotizado en la Bolsa de Valores de Colombia de \$1.390 a 9 de agosto de 2017 por lo que se recomienda **MANTENER**.

La nueva reforma tributaria y la disminución del precio internacional del petróleo ha impactado de manera especial al sector de los hidrocarburos. Sin embargo, las acciones tomadas por Ecopetrol plasmadas en una estrategia de suma importancia como lo es su nuevo plan de negocios proyectado a 2020, basado en la creación de valor sostenible, hacen que los actuales accionistas tengan confianza en la gestión operacional de la empresa.

Palabras clave - Probabilidad, Riesgo, Flujo de caja Libre, Acción, Capital de Trabajo Neto Operativo, Valoración de empresa, EBITDA, Costo promedio ponderado de capital, radiante de crecimiento, Inversión

ABSTRACT

Under the Free Cash Flow valuation method, the share price has a potential value of 3.4%, based on a price of \$ 1,437, the price of the market price quoted on the Stock Exchange of Colombia \$ 1,390 a August 9, 2017 so it is recommended to **KEEP**.

The new tax reform and the decline in the international price of oil have had a special impact on the hydrocarbons sector. However, the actions taken by Ecopetrol in a strategy of paramount importance as its new business plan projected to 2020, based on the creation of sustainable value, make current shareholders have confidence in the operational management of the company.

³⁹ Estudiante de Contaduría Pública de la Universidad Libre seccional Pereira

⁴⁰ Estudiante de Contaduría Pública de la Universidad Libre seccional Pereira

⁴¹ Estudiante de Contaduría Pública de la Universidad Libre seccional Pereira

Keywords - Probability, Risk, Free cash Flow, Action , Operating Net Operating Capital, Company valuation , EBITDA, Weighted average cost of capital, Growth gradient, Investment.

INTRODUCCIÓN

Dentro de las grandes empresas colombianas, Ecopetrol se encuentra catalogada como la empresa más grande del país, la principal petrolera de la Nación y en el ranking de las 5 petroleras más importantes de América Latina.

La operación de la compañía representa un importante movimiento dentro de la economía del país, se destaca el crecimiento interno de su organización, la amplia oferta laboral para los colombianos y el alto grado de atracción para la inversión extranjera en el país, la cual ha venido ascendiendo.

Siendo Ecopetrol la empresa colombiana más importante dedicada al sector petrolero, logró en el año 2007 que por primera vez un gran número de colombianos incursionara en el mercado de valores cambiando sus preferencias de ahorro. Por lo anteriormente expuesto es importante conocer, analizar y valorar la empresa para una correcta toma de decisiones.

En la actualidad existen diferentes metodologías para la medición de valor de las empresas, teniendo en cuenta su información contable, financiera y económica; por todo lo anterior el presente trabajo de valuación pretende analizar el Valor Económico de Ecopetrol y emitir una opinión acerca de cuál es la mejor opción de inversión.

El interés de valorar la empresa radica después de haber realizado un seminario de profundización con estadía internacional como opción de grado en valoración de empresas desarrollado en colaboración con la Universidad Nacional Autónoma de México y la Universidad Libre seccional Pereira. De esta forma se aplicarán los conocimientos adquiridos durante toda la carrera y específicamente los del seminario anteriormente mencionado.

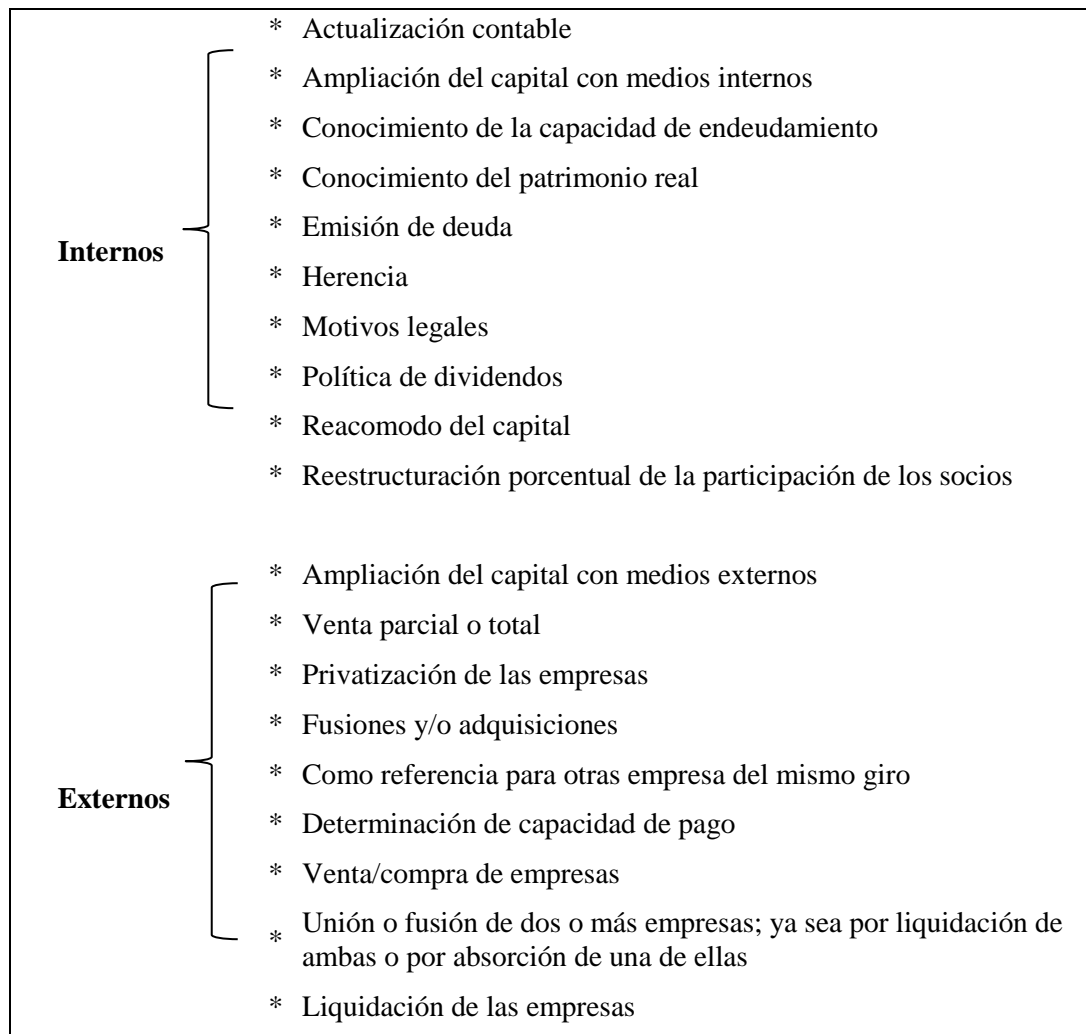
MARCO TEORICO

Para realizar la valoración de Ecopetrol se deben observar todos los factores internos y externos que afectan a la empresa, estos factores se ven sujetos a evaluaciones técnicas, cualitativas y cuantitativas teniendo como base la información que arrojan los informes contables, financieros y estadísticas.

La información con la que se valore una empresa deberá ser confiable y totalmente verificable, para ello se deben conocer aspectos como la situación general de la economía local e internacional, el sector, los principales productos, proveedores y clientes; el tipo de tecnología empleada, la administración de la empresa y todos los factores internos y externos que ayuden a hacer más exacta la medición de los valores representativos de la empresa que es objeto de estudio.

La valoración de una empresa obedece al saber cuánto cuesta realmente una empresa y existen múltiples factores de tipo interno o externo para determinar este valor que se pueden observar en la siguiente figura:

Figura 17. Motivos para valorar empresas



Fuente: Eumed

Por los medios anteriormente mencionados, se obtendrá la información necesaria para realizar informes comparativos con el fin de evidenciar los aspectos más representativos en el

funcionamiento de la compañía en los frentes que correspondan al interés de quienes soliciten el material relacionado.

Así como existen variedad de motivos para establecer porque valuar una empresa, también existen diferentes métodos para calcular el valor justo de una compañía entre ellos: el valor bursátil, valor comercial, flujos de efectivo, valor contable, valor contingente, dependiendo de las características de la empresa y del objetivo que pretenda la valuación así mismo se determinará el método más apropiado. Para el caso de estudio se utilizarán dos métodos: el método de flujos de caja libre y Black and Sholes complementándolos con el Valor Económico Agregado.

Método Flujos de Caja Libre

El método de flujo de caja libre mide la capacidad que tiene una empresa de generar dinero en el futuro. Es el flujo de fondos generado por las operaciones sin tener en cuenta los gastos financieros y los impuestos.

Este método necesita de una proyección de flujo de efectivo futuros a cinco años, actualizándolos con la tasa del costo promedio ponderado de capital. Esta metodología determina que el valor de la empresa es el resultado de la suma del valor presente de los flujos de caja del período relevante más el valor presente del valor de continuidad. Para determinar el Valor de Continuidad es necesario determinar un Gradiente de Crecimiento que no es otro que una tasa de crecimiento perpetuo que se asigna de acuerdo con los supuestos operacionales futuros.

Método BLACK-SCHOLES

Black and Sholes⁴² es un modelo que puede estar más cercano a la realidad, utilizado para fijar el precio de las acciones en un mercado de opciones; una opción es un instrumento que se establece como un contrato que se fija a un determinado tiempo que da el derecho más no la obligación a comprar (call option) o vender (put option), bien sea activos, bonos, acciones entre otros. El propósito de una opción es minimizar el riesgo de pérdida en un negocio, pagando una prima.

Valor Económico Agregado

Es un indicador tradicional de la creación de valor para el accionista y un indicador de la gestión de la alta administración. Permite calcular y evaluar la rentabilidad real generada por la empresa

⁴² CASTRO, Morales Arturo. Valuación de las opciones. En: Ingeniería Financiera. Primera Edición México 2005 P.48

incluyendo en su cálculo el costo del capital de los accionistas, y realizando algunos ajustes contables considerados para la información a terceros⁴³.

1.1 DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

El desempeño del precio de la acción de Ecopetrol para el año 2013 tuvo una tendencia descendiente donde el precio de cierre el 5 de febrero fue de \$5.710 bajando a un precio mínimo \$3.695 en diciembre del mismo año, continuando a la baja en diciembre de 2014 tuvo un precio mínimo de \$1.815; ahora bien en enero del año 2016 su precio máximo solo llegó a \$1.015 y febrero se registró el mínimo valor de la acción con un valor de cierre de \$993. A partir del año 2016 se aprecia un comportamiento estable en el precio de la acción y para lo que va del año 2017 el promedio de precio de la acción ha sido de \$1.366.

Figura 18. Comportamiento de la Acción de Ecopetrol últimos 5 Años



Fuente: Bloomberg.

⁴³ Llerena Rodriguez, Ricardo E. EVA- Componentes del Valor Económico Agregado. Dictamen Libre, 8: pp. 39-44 | Edición No. 8 | Enero - Junio de 2011 | Barranquilla, Colombia

1.2 TESIS DE INVERSIÓN

La industria petrolera en Colombia aporta un 7% al Producto Interno Bruto PIB y genera más de 95.00 empleos directos e indirectos; Ecopetrol como empresa del sector de hidrocarburos es una compañía muy sólida, sin embargo no por eso deja de estar amenazada por el entorno, situaciones como las consultas populares propuestas por las comunidades para oponerse a la explotación petrolera, permiten que se aumente la inseguridad y la incertidumbre jurídica de las empresas, en lo que va corrido del año ya van 22 coincidiendo con el anuncio que hizo la Agencia Nacional de Hidrocarburos que se está alistando para ofrecer más de 40 bloques exploratorios en Colombia.

Andrés Duarte Pérez, Gerente de Renta Variable de Corficolombiana, hace un análisis económico y evalúa la factibilidad del actual marco estratégico y su sensibilidad frente al desempeño de variables como la producción y el precio del petróleo; la estructura de capital de Ecopetrol y su política de dividendos. “La empresa logró un elevado cumplimiento sobre las metas anunciadas en el plan del 2008 al 2010: 18 mil millones de dólares en Capex en donde más del 60 % se destinó a Exploración y Producción, logrando un ROCE (Retorno sobre el Capital Empleado) del 17 %, la producción promedio pasó de 399 mil barriles de petróleo equivalente diario (bped) en 2007 a 594 mil bped en 2010, con un crecimiento del 49 %. Las reservas probadas pasaron de 1.486 millones de barriles en 2007 a 1.878 en 2009. El marco estratégico actual es más ambicioso. No obstante, el hallazgo de petróleo es elevadamente incierto, lo mismo el precio de venta y la tasa de cambio” (Duarte, 2016). Aunque se concluye que la totalidad de la producción es vendida, una buena parte del desempeño de Ecopetrol, está fuera de su control debido al precio internacional del petróleo que lo hace vulnerable frente al mercado.

En la medida que hay desarrollo económico se aumentan las necesidades energéticas y así mismo es casi que obligatorio crear alternativas, mecanismos que permitan utilizar energías renovables que protejan el medio ambiente; Según un estudio del BID (Banco Interamericano de Desarrollo), "la región tendrá que doblar sus capacidades energéticas de aquí a 2030".

En países como Costa Rica, Brasil, Chile y México, está en auge el trabajar por la protección del medio ambiente y salvaguardar la vida en la Tierra a través de estas llamadas energías renovables, en cambio en Colombia y Ecuador tiene modelos más petroleros.

Considerando que Colombia tiene un gran potencial de energía renovable, estas energías alternativas solo alcanzan el 1% del consumo nacional, sin embargo la reglamentación de la Ley 1715 de 2004 que elimina gran parte de los impuestos, la tecnología disponible para poner en marcha estas opciones que reducen costos y tres megaproyectos que se están examinando: “El Parque Eólico Jepírachi en la Guajira”, “Del carbón al sol en el Valle del Cauca” y “Bioenergy en los Llanos” exigen que Ecopetrol a través de su el Instituto Colombiano de Petróleo (ICP), que es el centro de investigación y desarrollo pongan en marcha los proyectos de Energía Solar y Sistema Eólico.

Según estimados de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), el precio internacional del petróleo para el año 2020 puede ser de unos \$80 dólares por barril; pero Ecopetrol toma medidas y metas conservadoras debido a que el precio del petróleo es difícil de pronosticar, tiene claro que un precio de 50 dólares le genera utilidad, puede producir unos 760.000 barriles de petróleo y si el precio aumenta su meta llegaría hasta unos 840.000 barriles, aunque un precio de 40 dólares le conlleva a establecer políticas de ahorro y a un precio de 30 dólares, entraría en un modo de supervivencia.

VALORACIÓN

La valoración de Ecopetrol se realizó a través de los siguientes métodos:

Método Flujos de Caja Libre

Este método necesita de una proyección de flujo de efectivo futuros para el caso de Ecopetrol se proyectaron cinco años, desde el 2017 y hasta el 2021, estos flujos se actualizan utilizando el costo de capital ponderado de los recursos, la valoración utiliza un WACC de 7.78%, compuesto por un costo del patrimonio de 11,23%, un costo de la deuda de 3.14% y una estructura de capital Patrimonio/Deuda de 57.81% / 44,89%; esta metodología determina que el valor de la empresa es el resultado de la suma de los valores presentes de los flujos de caja proyectados.

Con este método el valor del patrimonio obtenido para la empresa Ecopetrol es de \$59.122.750.000.000 llevando este capital a valor de la acción estando en circulación 41.116.694.690, se obtiene un precio de \$1.437 por acción (Ver Tabla 1).

Tabla 27. Valoración a través del Flujo de Caja Libre Descontado

Gradiente De Crecimiento	2%
WACC	7,78%
Valor De Continuidad	90.720.761
Número De Acciones En Circulación	41.116.694.690
Valor Presente del Flujo de Caja del Periodo Relevante	31.875.443
Valor Presente del Valor de Continuidad	62.377.387
Valor de las Operaciones	94.252.831
Activos No Operativos	8.681.479

Exceso de Efectivo	8.410.467
Valor Presente de los Pasivos	52.222.027
Valor Del Patrimonio	59.122.750
Valor De La Acción	1.437

Fuente: Elaboración propia

1.3.2. Método BLACK-SCHOLES.

Aplicando la fórmula del modelo Black & Scholes para Ecopetrol y teniendo como referencia los datos del balance a diciembre 31 de 2016, una tasa libre de riesgo del 5,825% (tomada el Banco de la República del 29 de junio de 2015 plazo 10 años) y un tiempo de vencimiento para la opción de 5 años, se espera que Ecopetrol aumente el valor de su empresa en un futuro ya que se obtuvo que al 2021 el capital podría ser de \$ 63.181.268.000.000 y que su opción de compra puede ser hasta de \$17.861.550.000.000, llevando este capital a valor de la acción estando en circulación 41.116.694.690, se obtiene un precio de \$1.536 por acción.

Tabla 28 Modelo Black-Scholes

Fórmula		
$C = N(d_1)S - N(d_2)Ee^{-rt}$ $d_1 = \frac{\ln(S/E) + (r + \sigma^2/2)T}{\sigma\sqrt{T}}$ $d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$	S	Precio de acción/activos
	Σ	Desv. Estandar/volatilidad
	R	Tasa libre de riesgo*
	T	Tiempo faltante para el vencimiento
	E	Precio de ejercicio/pasivos
		121.307.418
		0,1600
		0,0583
		5
		75.987.700

Parámetros		Black & Scholes	
C	Precio de la opción de compra	d1	2,22
S	Precio de la acción	d2	1,87
E	Precio de Ejercicio	N(d1)	0,98694448
r	Tasa de interés libre de riesgo	N(d2)	0,96903423
T	Tiempo que falta para el vencimiento de la opción		

σ	Desviación Estándar de la tasa anualizada con capitalización continua de la acción	Call
ln	Logaritmo natural	63.181.268
e	Base de la función de logaritmo natural (aprox. 2.71828)	Diferencia entre Call-Valor Capital
N(d)	Probabilidad de que una extracción aleatoria de un número que sigue una distribución Normal estándar sea menor que d	17.861.550

Año 2016

Año 2021

 Activos 121.307.418

Total Capital 63.181.268

 Pasivos 75.987.700

Acciones en circulación : 41.116.694.690

 Capital 45.319.718
Valor Acción 1.536,63

Fuente: Morales, Arturo Seminario Internacional México 2017

1.3.3. Valor Económico Agregado. Se realizó el cálculo del Valor Económico Agregado, EVA por sus siglas en inglés, y se aprecia que la empresa destruyó valor para los años 2015 y 2016 dado que produjo 4.447.291 y 2.246.399 millones por debajo de la Utilidad Operativa Después de Impuestos mínima a generar.

Tabla 29. Valor Económico Agregado (EVA)

EVA	2014	2015	2016
UODI MINIMA A OBTENER	4.854.255	5.296.673	5.843.874
UODI OBTENIDA	9.679.926	849.382	3.597.475
EVA	4.825.671	(4.447.291)	(2.246.399)
ACTIVOS NETOS DE OPERACIÓN	62.106.659	70.893.922	72.585.317

Fuente: Elaboración Propia

1.3.4. Sensibilidad del precio de la acción. Se realizó la simulación en el precio de la acción obtenido a través del método de Flujo de Caja Libre ante variaciones en el costo promedio ponderado de capital (wacc) y el gradiente de crecimiento. Si el gradiente de crecimiento aumenta en el 1% del valor esperado y el wacc disminuye en 1% de lo esperado se obtiene un precio máximo de la acción de COP\$2.359, por el contrario, si el gradiente disminuye en 1% de lo esperado y el wacc aumenta en 1% de lo esperado se obtiene un precio mínimo de acción de \$989.

Tabla 30 Sensibilidad de la Acción

		WACC				
		-1%	-0,50%	ESPERADO	0,50%	1%
G	-1%	\$ 1.518	\$ 1.353	\$ 1.214	\$ 1.093	\$ 989
	-0,50%	\$ 1.668	\$ 1.477	\$ 1.317	\$ 1.180	\$ 1.063
	ESPERADO	\$ 1.850	\$ 1.624	\$ 1.437	\$ 1.281	\$ 1.148
	0,50%	\$ 2.075	\$ 1.802	\$ 1.581	\$ 1.399	\$ 1.246
	1%	\$ 2.359	\$ 2.021	\$ 1.755	\$ 1.539	\$ 1.361

Fuente: Elaboración propia

2. ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

La industria petrolera debe de manejarse de manera minuciosa, debido a que la mercancía que esta industria genera sufre normalmente variaciones en sus precios lo que hace que se produzcan fuertes impactos en la economía mundial.

Al ser un recurso natural escaso esta industria se ve afectada fácilmente por factores climatológicos, económicos, políticos; la inflación y la competencia que ofrecen países exportadores e importadores; influyen de manera significativa en el precio del petróleo haciendo que se eleve de manera significativa y afecte la economía del país .

En el mundo, junto a Venezuela, son seis los países que tienen petróleo para más de 100 años: estos son Canadá, Irán, Iraq, Siria y Libia; Colombia en cambio está en riegos de la autoeficiencia petrolera debido a la caída de las reservas probadas de crudo; según la Asociación Colombiana de Petróleo ACP la inversión que tienen las empresas programadas están por debajo en casi un 50% de los requerimientos lo que obligaría para el año 2022 importar crudo para cargar las refinerías (Francisco Lloreda, presidente de la ACP)

En el 2016 el sector explotación de minas y canteras en el reglón de extracción de petróleo y gas afrontó los precios más bajos registrados en los últimos 12 años y la inversión en producción de

hidrocarburos cayó en 70% frente a 2015. En el primer semestre de 2016 la perforación de pozos de desarrollo de producción casi que se paralizó, que moderadamente se reavivó en el segundo semestre del año pero no alcanzó a frenar la tendencia decreciente en producción que venía sucediendo por la declinación natural de los campos y los bajos niveles de inversión.⁴⁴

La Asociación Colombiana del Petróleo, ACP, en su Estudio de Ambiente de Inversión, en el año 2016 las inversiones en exploración llegaron a 790 millones de dólares y en producción a 1.500 millones de dólares.

En el 2106 se perforaron 150 pozos de producción, frente a 710 que se dieron en 2015; la producción bajó de 1.005.000 barriles en 2015 a 888.000 barriles promedio diario en 2016, y en lo que respecta a la exploración en tierra firme ha sido la actividad más baja en los últimos doce años.

Este estudio pronostica para el 2017 un aumento en los recursos para exploración teniendo en cuenta que hay obligaciones de inversión por 1.200 millones de dólares que debían ejecutarse en el 2015 y 2016 y se pospusieron para el 2017 con autorización de la Agencia Nacional de Hidrocarburos, ANH, los acuerdos hechos con la ANH facultaron a las empresas hacer ajustes en la ejecución de sus inversiones, salvar proyectos y afrontar la difícil situación de precios bajos que sacudió al sector en los últimos dos años. La inversión en exploración para el próximo año estará entre los 1.400 y los 1570 millones de dólares.⁴⁵

3. DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Ecopetrol S.A, es la empresa nacional más grande del país, es una sociedad pública por acciones y de carácter estatal; desde el año 2011 se viene registrando como la principal petrolera de Colombia, encontrándose dentro las 4 principales de América Latina y entre las 40 más grandes del mundo.

Es una empresa colombiana de economía mixta y en el segmento empresarial colombiano está clasificada como gran empresa y la más grande del país, cuando en el 2011 obtuvo utilidades netas de \$15,4 billones.

⁴⁴ El petróleo en la economía colombiana RESULTADOS PRODUCTO INTERNO BRUTO Y EXPORTACIONES 2016, por Vicepresidencia de Asuntos Económicos¹ de la ACP [en línea] 6 de marzo de 2017. Disponible en internet :<http://inteligenciapetrolera.com.co/inicio/petroleo-la-economia-colombiana-resultados-producto-interno-bruto-exportaciones-2016-vicepresidencia-asuntos-economicos%C2%B9-la-acp/>

⁴⁵ Industria petrolera mejora sus perspectivas para 2017 [en línea] 21 de diciembre de 2016. Disponible en internet: <http://www.portafolio.co/economia/industria-petrolera-mejora-sus-perspectivas-para-2017-502417>

Ecopetrol es una empresa que apuesta en la creación de valor compartido en compañía de entidades como (ANDI, CCI, CAMPETROL) Cámaras de Comercio, Entidades sin ánimo de lucro, Ministerio de Industria Comercio y Turismo y sus proveedores con el fin de realizar proyectos piloto que generen impactos positivos en las comunidades donde opera la compañía. Estos proyectos de cadena están basados principalmente en la contratación de bienes y servicios con entidades nacionales, regionales y locales, esto con el fin de mejorar la productividad y competitividad de las empresas colombianas, y así ser partícipes en el desarrollo socioeconómico del país, la vicepresidencia ejecutiva es la encargada de consolidar todas las áreas de la cadena de valor de la empresa.

La estructura organizacional con la que cuenta la compañía se encuentra ajustada a una estrategia 2015-2020, la cual busca efectuar nuevas metas a la compañía y así agregarle valor a la misma, su estructura organizacional está dividida en tres grupos (operación, corporativo, soporte operativo) y está conformada por Asamblea general de accionistas, junta directiva, presidencia, dirección general de planeación y riesgos, dirección general de operaciones, vicepresidencia de exploración, vicepresidencia de producción, vicepresidencia de refinación y petroquímica, vicepresidencia de transporte, vicepresidencia financiera y administrativa, vicepresidencia de suministro y mercadeo, en caso de ver necesarias modificaciones a la estructura la junta directa expone al Gobierno nacional las razones para realizar dichos cambios, los cuales deberán estar sujetos a razones pertinentes para el correcto funcionamiento de las funciones en la empresa.

De acuerdo a las estrategias implementadas pretende aumentar la oferta de bienes y servicios en el país, por lo que la creación de valor compartido requiere compromiso de todas las personas implicadas para el desarrollo de los propósitos establecidos y para los cuales fueron vinculados, contribuyendo así a la identificación de amenazas y fortalezas y participando en los procesos y el desarrollo.

Produce Etanol que es elaborado a partir de la fermentación de los azúcares provenientes de la caña de azúcar, el maíz, la remolacha o la yuca, los cuales pueden ser utilizados solos o mezclado con la gasolina; el Biodiesel se hace a partir de aceites vegetales o grasas animales, y se utiliza en vehículos con motores diesel.

3.1. HISTORIA

Ecopetrol antes denominada empresa colombiana de petróleos nace el 25 de agosto de 1951 después de la reversión al estado colombiano de la concesión de mares, y de asumir los activos de la

Tropical Oil Company, iniciando las actividades petroleras, en 1961 asumió el manejo de la refinería de Barrancabermeja y años después compró la refinería de Cartagena.⁴⁶

Para esta empresa su descubrimiento más importante ocurrió en septiembre de 1983 que fue el campo Caño Limón, un yacimiento con reservas de aproximadamente 1.100 millones de millones de barriles de petróleo, tres años después Colombia volvió a ser un país exportador de petróleo. Adicional a esto en los años noventa se prolongó la autosuficiencia petrolera con los descubrimientos de nuevos yacimientos como los gigantes de Cusiana y Cupiagua, en el piedemonte llanero.

En el año 2003 el Estado colombiano reestructuró esta empresa con la expedición del Decreto 1760 del 26 de junio cambiando el nombre a Ecopetrol S.A con el objetivo de internacionalizarla para hacerla una empresa más competitiva siendo una sociedad pública por acciones y en el año 2006 por medio de la ley 1118 se convierte en una Sociedad Anónima de Economía Mixta, de carácter comercial y vinculada al Ministerio de Minas y Energía.

En el año 2006 el congreso autoriza la emisión de acciones al mercado público de valores. Simultáneamente, esta norma limitó la participación de la nación en la compañía a un mínimo del 80% de las acciones en circulación.⁴⁷

Para el año 2017 un lunes 27 de agosto a las 8:00 a.m comenzó la venta de 4.000 millones acciones y Ecopetrol logró que muchos colombianos entraron en el mundo del mercado de valores. La estrategia utilizada por Ecopetrol fue vender las acciones en bancos y hasta en supermercados; a los que compraron de contado les otorgaron un 5% de descuento y los que lo hicieron a plazos tuvieron que aportar el 15% de cuota inicial es decir 210.000 pesos y el saldo a 12 cuotas iguales sin intereses de 99.166,66 pesos.

Un mes después, el 25 de septiembre, día del cierre de la venta de la emisión primaria de paquetes de 1.000 acciones a \$1.400 cada una, la petrolera estatal alcanzó los 481.942 accionistas, cifra inédita en el mercado de valores.⁴⁸

⁴⁶ Nuestra Historia [en línea] 8 de septiembre de 2014: Disponible en Internet: <http://www.ecopetrol.com.co/wps/portal/es/ecopetrol-web/nuestra-empresa/quienes-somos/acerca-de-ecopetrol/nuestra-historia>

⁴⁷ ACOSTA PATIÑO, Wilman Adolfo: Valoración de la Empresa Ecopetrol S.A para su compra. Medellín, 2014, 163 h. Trabajo de grado (Especialista en Gestión Financiera Empresarial) Universidad de Medellín. Facultad de Ingeniería

⁴⁸ Ecopetrol a la bolsa. [en línea] 21 de agosto de 2003. Disponible en internet: <http://www.dinero.com/edicion-impresa/caratula/articulo/ecopetrol-bolsa/182457>

El grupo Empresarial Ecopetrol en mayo del año 2015 presenta su nuevo plan 2017-2020 en el cual arroja información acerca de su programa de transformación, el cual tiene como objetivo principal y en la cima de su pilar estratégico la protección de la caja y la eficiencia de los costos, seguido de la estricta disciplina de su capital y por último se encuentra un plan crecimiento de reservas y producción gracias a la flexibilidad y sostenibilidad financiera que permitirá su crecimiento.

3.2. DESARROLLOS RECIENTES

En marzo de 2017 Ecopetrol (BVC: ECOPEL; NYSE: EC) informa que el pozo Boranda-1 operado por Parex, descubrió la presencia de crudo en el Valle Medio del Magdalena, en el municipio de Rionegro, departamento de Santander; Boranda está en la franja productora de los campos Aullador y Cristalina al suroeste, y Pavas-Cachira al noreste. Parex, tiene una participación del 50%, y Ecopetrol el otro 50%. Este nuevo descubrimiento hace parte de la nueva estrategia de Ecopetrol, exploración en zonas cercanas a campos de producción que permitirá desarrollar una ventaja comparativa y competitiva.

En julio de 2017 Ecopetrol anunció un nuevo hallazgo de hidrocarburos en el Golfo de México en el pozo Warrior-2; este pozo es operado por Anadarko US Offshore LLC, que tiene una participación del 70% y Ecopetrol América Inc. posee el 30%. La cercanía con las facilidades de producción de la plataforma Marco Polo, permitirá agilizar los procesos de producción lo que representa una clara ventaja competitiva.

De acuerdo con la petrolera estatal con un aporte de \$2.656 millones beneficiará a un total de 211 familias en el corregimiento Cupiagua de Aguazul (Casanare) con un proyecto de masificación de gas natural. El desarrollo de este proyecto tiene un tiempo estimado de 16 meses, se estima que se necesitaran diez meses para realizar la conexión de las redes hasta las viviendas.

Como resultado de la implementación de las acciones identificadas, el Grupo Empresarial ha acumulado en el primer semestre del año eficiencias estructurales por COP 516 mil millones, lo que representa un 70% de la meta anual de COP 740 mil millones. Esta meta se apalanca principalmente en los esfuerzos de exploración y producción, refinación y transporte, así como en la gestión comercial y de abastecimiento y servicios.

En el segundo trimestre de 2017 se invirtieron recursos para proyectos de inversión social por un valor de COP 2,033 millones, frente a COP 1,242 millones en el mismo periodo del año 2016. Los

recursos en 2017 se han destinado a programas de educación y cultura y fortalecimiento institucional. El valor acumulado de inversión de enero a junio de 2017 es de COP 4,617 millones.⁴⁹

3.3. MATRIZ DOFA

A continuación se muestra la matriz de debilidades, oportunidades, fortalezas y amenazas.

Tabla 31 Análisis DOFA

OPORTUNIDADES	AMENAZAS
<ul style="list-style-type: none"> * Ubicaciones estratégicas en todo el país sobre todo en los sitios donde hay petróleo * Empresas petroquímicas en las zonas Industriales contempladas normativamente. * Infraestructuras portuarias que facilitan la importación del crudo * Potencial de crecimiento de las zonas industriales debido a su posicionamiento, tecnología y experiencia. 	<ul style="list-style-type: none"> * Apertura de la importación de combustibles similares. * Fuentes alternativas de combustible más limpias * La falta de sostenibilidad del valor del petróleo dependiente del precio internacional * Algunas comunidades en contra de explotaciones en su zona.
FORTALEZAS	DEBILIDADES
<ul style="list-style-type: none"> * Capacidad grande de almacenamiento de petróleo * Planes estratégicos, de proyección y manuales de comportamiento vinculados a cada acción empresarial * Conocimientos y experiencia del petróleo con sus procesos. * Asociación con el ICO (Instituto de Crédito Oficial) * Fortalecida organización por departamentos 	<ul style="list-style-type: none"> * Cadena de valor incompleta, falta de transformación del producto en otros derivados diversificados del petróleo. * Falta de seguridad en los oleoductos lo que causa constantes rompimientos de tubos por parte de grupos armados ilegales para contrabandear con el combustible que logran sacar de los mismos.

⁴⁹ Grupo Empresarial Ecopetrol presenta sus resultados para el segundo trimestre y el acumulado del año 2017[en línea].Disponible en internet:<http://www.ecopetrol.com.co/documentos/resultados-2017-ecp.pdf>

<ul style="list-style-type: none">* Políticas internas establecidas y acordes a cada línea y público objetivo relacionado con la empresa* Muelles marítimos y fluviales propios* Empresa más grande de Colombia, que maneja grandes inversiones y recurso humano* Posicionada a través de la historia	
--	--

Fuente: Elaboración propia

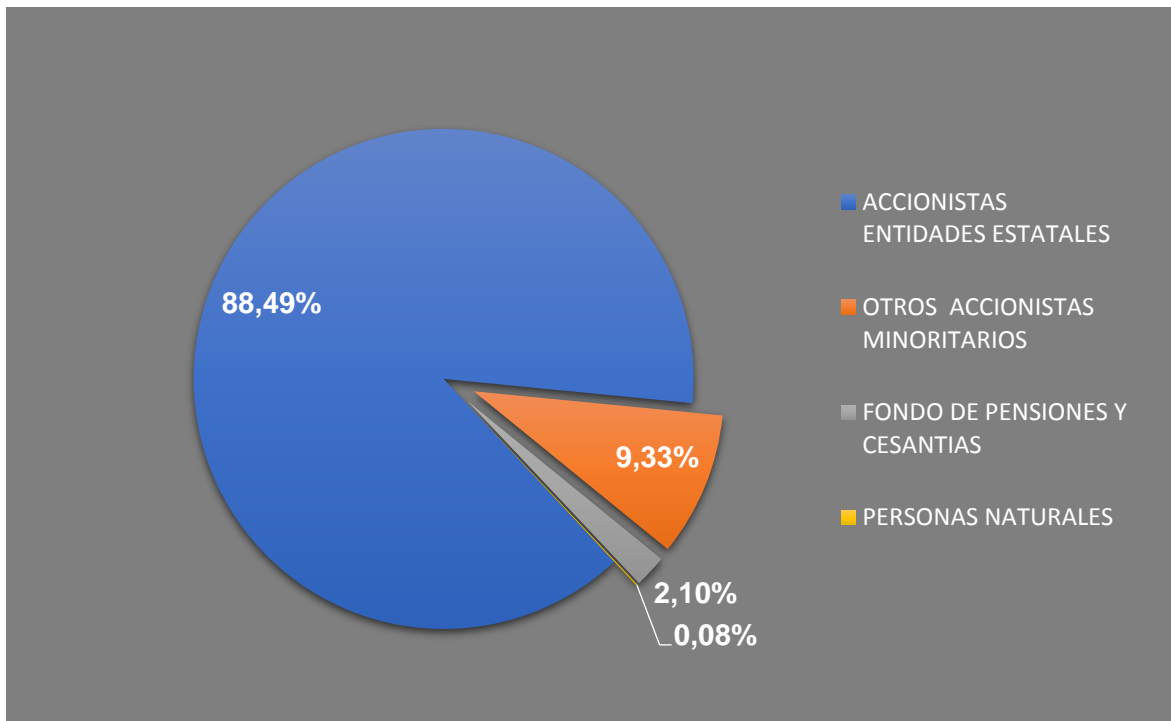
3.4. DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

La Junta Directiva es el órgano de Administración de Ecopetrol y está integrada por nueve (9) miembros principales sin suplentes, quienes son elegidos por la Asamblea General de Accionistas en los términos establecidos en los Estatutos Sociales.

4. ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

De acuerdo con la última actualización presentada por Ecopetrol en el mes de mayo, la composición accionaria se presenta de la siguiente manera: en la actualidad el Estado Colombiano es el mayor accionista de Ecopetrol con una participación del 88,49%, los fondos de Pensiones y cesantías cuentan con un 2,10%, la personas naturales están representadas en un 0,08% y otros accionistas minoritarios conforman el 9,33% restante.

Figura 19. Composición accionaria Ecopetrol



Fuente Informe Financiero Ecopetrol 2017.

4.1. POLITICA DE DIVIDENDOS

“La Compañía distribuye dividendos con base en sus estados financieros separados, preparados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera aceptadas en Colombia (NCIF).

La Asamblea General de Accionistas, realizada el 31 de marzo de 2016, aprobó el proyecto de distribución de utilidades, el cual estableció que no hay lugar a la distribución de utilidades sobre el ejercicio 2015, dada la pérdida presentada en dicho periodo; igualmente, la Asamblea aprobó enjugar dicha pérdida con la reserva legal, en atención a lo establecido en el artículo 456 del Código de Comercio. El monto de las pérdidas enjugadas una vez realizadas las liberaciones y apropiaciones de las reservas estatutarias y fiscales ascendió a COP\$3.869.907. Los dividendos pagados en 2016 atribuibles a los accionistas no controlantes de compañías subsidiarias ascendió a COP\$1.022.121.

Sobre los resultados del ejercicio 2014, la Asamblea General de Accionistas aprobó la distribución de un dividendo ordinario por acción de COP\$133 pesos. En junio del 2015, se canceló COP\$ 629.344 a los accionistas minoritarios y COP\$4.149.000 al accionista mayoritario. Los dividendos al accionista mayoritario que estaban pendientes de pago al 31 de diciembre del 2015, ascendían a

COP\$690.177 y fueron cancelados en su totalidad durante el primer trimestre de 2016. Los dividendos pagados en 2015 atribuibles a los accionistas no controlantes de compañías subsidiarias ascendieron a COP\$ 715.056.”⁵⁰

RIESGOS DE INVERSIÓN

5.1 RIEGOS DE PRECIOS

Ecopetrol es una empresa cuya principal operación es la venta de petróleo, una caída en el precio representa un riesgo que puede afectar negativamente la óptica del negocio, viéndose reflejada esta situación en los estados financieros.

El precio del petróleo está ligado a muchos factores tanto internos como externos, la competencia es uno de ellos, países como Arabia Saudita ha mantenido su producción en altos índices aumentando la oferta cuando la demanda no ha estado en la misma proporción y esto provoca unas variaciones importantes en los precios internacionales; la implementación de nuevas tecnologías, las normativas locales e internacionales influyen de manera directa e indirecta en los precios del crudo.

El grupo Ecopetrol con el fin de estar preparado para que los cambios de los precios no lo afecten desfavorablemente, en su informe de gestión 2016 hace referencia al plan de negocio 2017 – 2020 fundamentado en tres columnas que son:

Protección de la caja y eficiencia de los costos

Estricta disciplina de capital

Crecimiento de reservas y producción

Además el grupo Ecopetrol cuenta con una guía aprobada por la Junta Directiva que le permite utilizar instrumentos financieros derivados en el mercado organizado *over the counter* (OTC) para cubrirse ante las fluctuaciones de los precios del crudo y productos refinados asociadas a las transacciones físicas. La Compañía ha establecido procesos apropiados para el manejo del riesgo que incluyen el monitoreo constante del mercado físico y financiero para identificar riesgos y posteriormente elaborar y ejecutar estrategias de cobertura.

Ecopetrol no utiliza regularmente instrumentos derivados para cubrir exposiciones a riesgo de precios de ventas o compras. El impacto de la liquidación de las coberturas de precios realizadas durante los años 2016 y 2015 no ha sido material y se ejecutaron como instrumentos de cobertura

⁵⁰ Informe del Revisor Fiscal consolidado 2016. [en línea] 3 de marzo de 2017. Disponible en internet: <http://www.ecopetrol.com.co/wps/portal/es/ecopetrol-web/nuestra-empresa/quienes-somos/informacion-financiera/ecopetrol-en-cifras/estados-financieros>

para mitigar el riesgo a índices de precios diferentes al benchmark de la estrategia de comercio internacional de la Compañía en exportaciones de crudo e importaciones de productos.

5.2 RIESGO DE TIPO DE CAMBIO

Ecopetrol realiza comercialización nacional e internacional, pero su principal zona de desarrollo es Colombia, dado que las transacciones internacionales se hacen en su mayoría en dólar americano, las fluctuaciones en la tasa de cambio impactan directamente en las operaciones.

Una reevaluación del peso colombiano frente al dólar estadounidense representa una baja en los ingresos de exportaciones, no así las importaciones, los servicios petroleros y los intereses sobre la deuda externa que se tiene en dólares, estos se vuelven menos costosos. Un aumento en el precio del dólar americano genera que los ingresos por exportaciones aumentan al convertirse en pesos y las importaciones y el mantenimiento de la deuda se ve afectado por su mayor costo.

Para minimizar el riesgo de tipo de cambio Ecopetrol centra su estrategia en la utilización de instrumentos financieros derivados relacionados con: Cobertura de flujo de efectivo para futuras exportaciones, Cobertura de inversión neta en negocio en el extranjero y Coberturas con derivados para cubrir riesgo cambiario.

5.3 RIESGO DE CRÉDITO

Ecopetrol ha contemplado la posibilidad que la Compañía pueda afectarse y tener pérdidas como resultado de la falta al compromiso de pago de los clientes a los que se les vende crudo, gas, productos o servicios y de entidades financieras con las que se tienen inversiones.

La estrategia desarrollada para este tipo de riesgo está determinada para el caso de los clientes, en hacer un análisis en el que se identifica el nivel de riesgo y el respaldo financiero que soporta la deuda. Para el caso de las Entidades financieras Ecopetrol no invierte más del 10% del exceso de efectivo en un determinado emisor; cuando se trata de negocios en dólares, se invierte al corto plazo hasta 5% y a largo plazo hasta el 1%.

5.4 RIESGO DE LIQUIDEZ

Un riesgo identificado es la dificultad de financiarse con acuerdos convenientes para el plan de inversiones de la compañía; el entorno económico puede verse afectado por una crisis financiera y esto puede llevar a la inviabilidad financiera de la compañía.

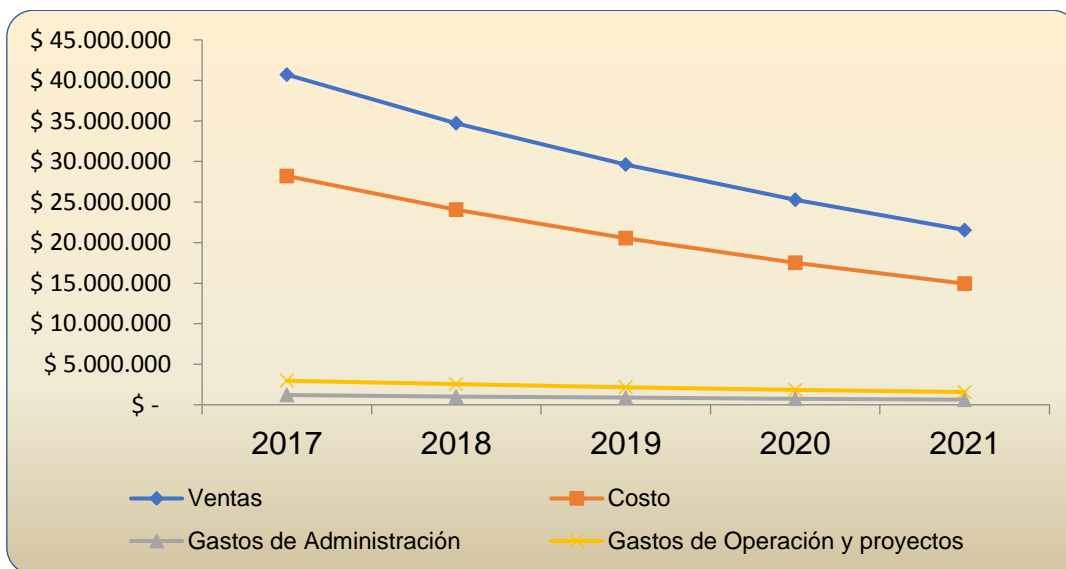
El grupo Ecopetrol asegura estableciendo como principal método de medición y seguimiento de la liquidez con la previsión del flujo de efectivo, garantizando la disponibilidad de fondos para el cumplimiento del cronograma de vencimientos.⁵¹

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

SUPUESTOS DE LA OPERACIÓN

Teniendo en cuenta que en los últimos 3 años las ventas de Ecopetrol decrecieron en un 21% para el año 2015 y un 8% para el 2016 y que estos tres años fueron el referente para hacer el pronóstico de ventas, se observa que el comportamiento sigue a la baja, se tomó un promedio de 15% para los cálculos y estos dan como resultado unas ventas estimadas para el año 2017 de \$40.713.793 y para el 2021 de \$21.550.460 dado que no se prevé un aumento significativo en el precio internacional del petróleo en el corto y mediano plazo.

Figura 20 Supuestos de operación



⁵¹ Informe del Revisor Fiscal consolidado 2016. [en línea] 3 de marzo de 2017. Disponible en internet: <http://www.ecopetrol.com.co/wps/portal/es/ecopetrol-web/nuestra-empresa/quienes-somos/informacion-financiera/ecopetrol-en-cifras/estados-financieros>

Fuente 1 Elaboración propia

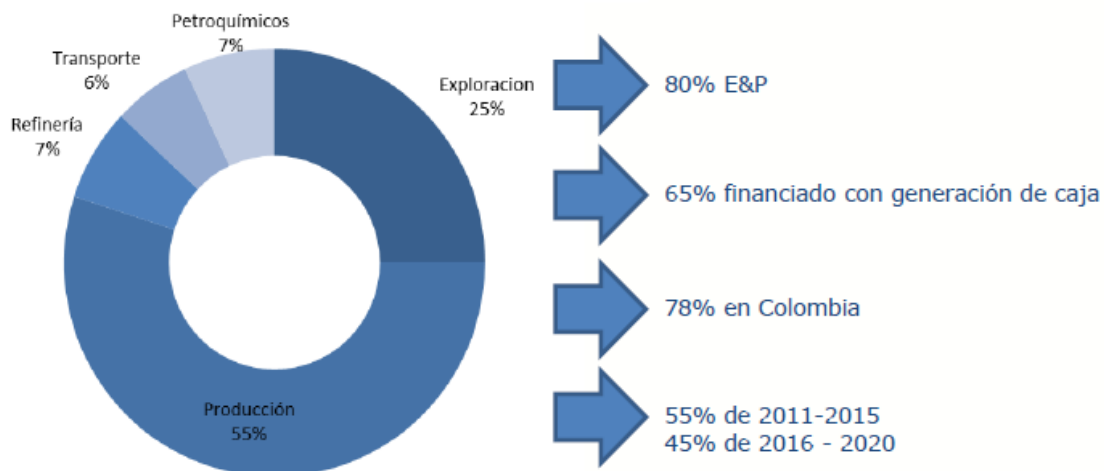
Si el comportamiento de las ventas estimadas es decreciente, se espera que lo mismo sea para el costo de la mercancía vendida dado que se utiliza en un promedio de participación del costo sobre las ventas del 69%, se espera que para el año 2017 se tenga un costo de \$28.212.817 y para el último año de proyección 2021 de \$14.933.522.

Los gastos de administración y comercialización se estimaron con una participación del 2,97% y 7,29% respectivamente sobre las ventas proyectadas y se observa que decaen casi en un 50% si se compara el año 2021 con relación del 2017.

SUPUESTOS DE LA INVERSIÓN

Con el objetivo de aumentar la producción hasta 1,3 millones de barriles de petróleo diario en 2.020, aumentar las reservas en 6.000 millones de barriles y ser una de las 30 petroleras más grandes del mundo, Ecopetrol planea invertir US\$ 80 billones.

Figura 21. CAPEX 2011 – 2020



Fuente 2 VALORACIÓN ECOPEPETROL Segunda Ronda de Emisión y Colocación de Acciones, Global Securities Colombia, Agosto 2011

CAPITAL DE TRABAJO NETO OPERATIVO

A continuación se presente el capital de trabajo neto operativo histórico y proyectado para Ecopetrol.

Tabla 6 Capital de Trabajo Neto Operativo (KTNO)

	Efectivo y equivalentes de efectivo	Cuentas comerciales y otras cuentas por cobrar	Inventarios	KTO	Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar	KTNO
2013	8.841.438	6.696.947	3.259.399	18.797.784	10.131.932	8.665.852
2014	7.618.178	4.722.957	2.929.921	15.271.056	8.829.404	6.441.652
2015	6.550.450	4.011.983	3.057.958	13.620.391	7.757.283	5.863.108
2016	8.410.467	4.942.111	3.841.901	17.194.479	6.878.256	10.316.223
2017	5.526.535	3.534.319	2.395.605	11.456.459	6.024.430	5.432.029
2018	4.713.914	3.014.634	2.043.356	9.771.903	5.138.599	4.633.304
2019	4.020.781	2.571.362	1.742.901	8.335.044	4.383.020	3.952.024
2020	3.429.566	2.193.270	1.486.625	7.109.461	3.738.542	3.370.919
2021	2.925.283	1.870.772	1.268.032	6.064.087	3.188.827	2.875.260

Fuente :Elaboración propia

COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL

Se realizó el cálculo del costo promedio ponderado de capital histórico dónde:

WACC: Costo promedio de capital

Kd: Costo de la deuda antes de impuestos

Kdt: Costo de la deuda después de impuestos

Bl: Beta apalancada

Ke: Costo del patrimonio

D%: Participación de la deuda

P%: Participación del patrimonio



Tabla 7 Costo promedio ponderado de capital (WACC)

VARIABLES	2014	2015	2016
WACC	7,816%	7,471%	8,051%
Kd	4,681%	5,108%	6,632%
KdT	3,136%	3,422%	4,444%
Bl	2,099	2,570	2,540
Ke	11,231%	12,442%	12,364%

Intereses	1.640.294	2.718.414	3.463.540
Deuda	35.041.628	53.223.338	52.222.027
Patrimonio	48.021.386	43.356.713	43.673.854
D%	42,187%	55,108%	54,457%
P%	57,813%	44,892%	45,543%

Bu	1,41
Rf	5,825%
Rm	8,40%
T%	33%

Fuente: Elaboración propia

Fuentes:

Beta desapalancada (Bu:): Tomado de Damodaran Junio 29 de 2017

Tasa Libre de Riesgo (Rf): Tomado el 29 de junio de 2017 Banco de la Republica Plazo 10 años

Rendimiento del Portafolio del Mercado (Rm): Tomado de Damodaran Junio 29 de 2017

IMPUESTOS

Ecopetrol se ve afectada por los siguientes impuestos:

Tabla 8 Impuesto a la Ganancia

IMPUESTO A LA GANANCIA					
AÑOS	2014	2015	2016	2017	2018
BASE	RENTA LIQUIDA				
RENTA	25%	25%	25%	34%	33%
CREE	9%	9%	9%		
SOBRETASA		5%	6%	7%	8%
BASE SOBRETASA		> 800 MILLONES	> 800 MILLONES	> 800 MILLONES	> 800 MILLONES

Fuente 3 Informe Revisor Fiscal Consolidado 2015-2016 Ecopetrol

6.5.2. Precios de transferencia. Los contribuyentes del impuesto sobre la renta que celebren operaciones con vinculados económicos o partes relacionadas del exterior y ubicadas en zonas francas o con residentes ubicados en países considerados paraísos fiscales, están obligados a determinar para efectos del impuesto de renta y complementarios sus ingresos ordinarios y extraordinarios, sus costos y deducciones, y sus activos y pasivos, considerando para estas operaciones el principio de plena competencia.

6.5.3. Impuesto sobre las ventas IVA. A partir del año 2017 la tarifa general del impuesto sobre las ventas es del 19% y una tarifa diferencial del 5% para algunos bienes y servicios de conformidad con el artículo 184 y 185 de la ley 1819 de 2016

6.5.4. Impuesto a la riqueza: La Ley 1739 de 2014 estableció el impuesto a la riqueza para personas naturales y jurídicas cuya posesión al 1 de enero de 2015 sea superior a COP\$ 1,000 millones. La base gravable para las personas jurídicas es el valor del patrimonio bruto poseído al 1 de enero de 2015, 2016, y 2017 menos las deudas a cargo vigentes a las mismas fechas. La tarifa aplicable dependerá de la base gravable de cada contribuyente y el valor pagado no será deducible ni descontable en el impuesto sobre la renta y complementarios o en el impuesto sobre la renta para la equidad –CREE, ni podrán ser compensados con estos ni con otros impuestos⁵²

⁵² Informe del Revisor Fiscal consolidado 2016. [en línea] 3 de marzo de 2017. Disponible en internet: <http://www.ecopetrol.com.co/wps/portal/es/ecopetrol-web/nuestra-empresa/quienes-somos/informacion-financiera/ecopetrol-en-cifras/estados-financieros>

CONCLUSIONES

Con el presente trabajo se pudo concluir que para tomar una decisión de comprar, vender o mantener una inversión en una empresa que cotiza en bolsa, es importante considerar algún método de valuación de empresas, que va permitir tomar una decisión adecuada con fundamentos financieros.

Aunque el análisis se basó en los resultados obtenidos por el método de Flujos de Caja Libre, es interesante tener en cuenta el método Black & Sholes para establecer hasta que monto se puede pagar por una prima cuando se piensa en la opción de comprar y/o vender una empresa.

Es importante el conocimiento de los estados financieros para que se puedan identificar, clasificar los diferentes rubros y se puedan considerar todas las cuentas necesarias para aplicar los diferentes cálculos matemáticos que permiten mediante una cifra dar una interpretación al estado actual y al futuro de la empresa a través de las proyecciones.

Los problemas que ha tenido el precio internacional de petróleo, el cual ha afectado a gran cantidad de petroleras en el mundo, ha generado alianzas y se evidencia que estas se asocian entre sí, para realizar exploración y repartir las utilidades, disminuyendo así el riesgo de la inversión.

Ecopetrol generó durante dos años una destrucción de valor, pero le ha apostado a crear una cultura de disciplina de capital, una eficiencia de ahorro y finalmente el crecimiento de la empresa, siendo más prudentes y conservadores en la metas que se proponen e invertir en la búsqueda de pozos en territorio Colombiano.

Para emitir una recomendación de comprar, vender o mantener una inversión no es suficiente la valuación en términos matemáticos, es indispensable una mirada interna y externa de la compañía y su entorno y analizar la situación en términos financieros.

BIBLIOGRAFIA

ACOSTA PATIÑO, Wilman Adolfo: Valoración de la Empresa Ecopetrol S.A para su compra. Medellín, 2014, 163 h. Trabajo de grado (Especialista en Gestión Financiera Empresarial) Universidad de Medellín. Facultad de Ingeniería. (s.f.).

ACOSTA PATIÑO, Wilman Adolfo: Valoración de la Empresa Ecopetrol S.A para su compra. Medellín, 2014, 163 h. Trabajo de grado (Especialista en Gestión Financiera Empresarial) Universidad de Medellín. Facultad de Ingeniería. (s.f.).

(s.f.). CASTRO, Morales Arturo. Valuación de las opciones. En: Ingeniería Financiera. Primera Edición México 2005 P.48.

ECHEVERRY, Daicy. *Análisis Del Caso Ecopetrol: Errores Y Aciertos En La Búsqueda De Una Gestión Eficaz*. [en línea]. Disponible en internet: <http://primernombre.com/2017/04/12/analisis-del-caso-ecopetrol-errores-y-aciertos-en-la-busqueda-de-una-gestion-efi>. (s.f.).

Ecopetrol actualiza el plan de negocios a 2020. Ecopetrol [en línea] 29 de septiembre de 2016: <http://www.ecopetrol.com.co/wps/portal/es/ecopetrol-web/nuestra-empresa/sala-de-prensa/boletines-de-prensa/Boletines/Boletines/actualizacion-plan-negocio-2020>. (s.f.).

El petróleo en la economía colombiana RESULTADOS PRODUCTO INTERNO BRUTO Y EXPORTACIONES 2016, por Vicepresidencia de Asuntos Económicos¹ de la ACP [en línea] 6 de marzo de 2017. Disponible en internet :<http://inteligenciapetrolera.com.co/inicio/petroleo-l>. (s.f.).

(s.f.). Global Securities Colombia. *Valoración Ecopetrol. Segunda roda de emisión y colocación de acciones*. Agosto, 2011.

<http://www.dinero.com/edicion-impres/a/caratula/articulo/ecopetrol-bolsa/182457>. (s.f.).

(s.f.). <http://www.ecopetrol.com.co/wps/portal/es/ecopetrol-web/nuestra-empresa/sala-de-prensa/boletines-de-prensa/Boletines/Boletines/actualizacion-plan-negocio-2020>.

<http://www.economista.es>. (s.f.).

<https://www.esglobal.org/en-cifras-las-5-petroleras-mas-grandes-de-america-latina/>. (s.f.).

Industria petrolera mejora sus perspectivas para 2017 [en línea] 21 de diciembre de 2016. Disponible en internet: <http://www.portafolio.co/economia/industria-petrolera-mejora-sus-perspectivas-para-2017-502417>. (s.f.).

Informe del Revisor Fiscal consolidado 2015. [en línea] 2 de marzo de 2016. Disponible en internet: <http://www.ecopetrol.com.co/wps/portal/es/ecopetrol-web/nuestra-empresa/quienes-somos/informacion-financiera/ecopetrol-en-cifras/estados-financieros>. (s.f.).

Informe del Revisor Fiscal consolidado 2016. [en línea] 3 de marzo de 2017. Disponible en internet: <http://www.ecopetrol.com.co/wps/portal/es/ecopetrol-web/nuestra-empresa/quienes-somos/informacion-financiera/ecopetrol-en-cifras/estados-financieros>. (s.f.).

(s.f.). Llerena Rodríguez, Ricardo E. EVA- Componentes del Valor Económico Agregado. Dictamen Libre, 8: pp. 39-44 | Edición No. 8 | Enero - Junio de 2011 | Barranquilla, Colombia.

Nuestra Historia [en línea] 8 de septiembre de 2014: Disponible en Internet: <http://www.ecopetrol.com.co/wps/portal/es/ecopetrol-web/nuestra-empresa/quienes-somos/acercade-ecopetrol/nuestra-historia>. (s.f.).

SEMINARIO VALUACIÓN DE EMPRESAS (2017: Ciudad de México) Memorias del Seminario Valuación De Empresas (Universidad Nacional Autónoma de México). (s.f.).

www.bloomberg.com. (s.f.).

www.bvc.com.co. (s.f.).



ANEXOS

ECOPETROL S.A.

ESTADO DE SITUACION FINANCIERA CONSOLIDADOS

(Expresados en millones de pesos colombianos)

	2014	2015	2016
Activo			
Activo Corriente			
Efectivo y equivalentes de efectivo	7.618.178	6.550.450	841.0457
Cuentas comerciales y otras cuentas por cobrar	4.287.553	3.427.412	4.212.701
Inventarios	2.929.921	3.057.958	3.841.901
Otros activos financieros	2.019.066	329.227	5.315.537
Activos por impuestos corrientes	1.581.466	4.501.734	1.129.098
Instrumentos de patrimonio medidos a valor razonable	817.977	913.488	51.610
Otros activos	1.385.116	1.090.324	1.035.632
Activos mantenidos para la venta	1.362	242.745	132-216
Total activos corrientes	20.640.639	20.113.338	24.129.162
Activos No Corrientes			
Inversiones en compañías	2.476.764	1.931.934	1.552.694
Cuentas comerciales y otras cuentas por cobrar	435.404	584.571	729.410
Propiedades, planta y equipo	55.665.007	65.030.814	62.269.094
Recursos naturales y del medio ambiente	24.120.664	24.043.297	22.341.047
Intangibles	245.152	388.051	272.132
Activos por impuestos diferidos	4.092.443	7.691.968	6.896.340
Otros activos financieros	663.842	1.2256.152	1.371.358
Crédito mercantil	1.407.214	919.445	919.445
Otros activos	1.090.716	766.360	826.736
Total activos no corrientes	90.197.206	102.882.612	97.882.612
Total Activos	110.837.845	122.995.950	121.307.418

Pasivo			
Pasivo Corriente			
Préstamos y financiaciones	3.517.522	4.573.620	4.126.203
Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar	8.798.965	7.757.277	6.854.363
Provisiones por beneficios a empleados	1.379.706	1.392.266	1.974.496
Pasivos por impuestos corrientes	1.896.938	2.803.559	2.130.940
Provisiones y contingencias	842.957	653.497	821.954
Instrumentos financieros derivados	140.055	101.319	-
Otros pasivos	267.587	144.441	439.272
		17.425.979	16.347.228
	16.843.730		
Pasivos asociados a activos mantenidos para la venta	-	17.628	40.128
Total pasivos corrientes		17.443.607	16.387.356
	16.843.730		
Pasivos No Corrientes			
Préstamos y financiaciones	31.524.106	48.649.718	48.095.824
Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar	30.439	6	23.893
Provisiones por beneficios a empleados	4.419.987	2.459.849	3.901.082
Pasivos por impuestos diferidos	3.083.698	3.303.004	2.228.929
Provisiones y contingencias	4.995.114	5.423.850	5.095.916
Otros pasivos no corrientes	408.103	484.148	254.700
Total pasivos no corrientes		60.320.575	59.600.344
	44.461.447		
Total Pasivos		77.764.182	75.987.700
	61.305.177		
Patrimonio			
Patrimonio atribuible a los accionistas de la compañía	48021386	43.356.713	43.356.713
Interés no controlante	1511282	1.875.055	1.645.864
Total patrimonio		45.321.768	45.319.718
	49.532.668		

	110.837.845	122.995.950	121.307.418
Total pasivos y patrimonio			
ECOPETROL S.A.			
ESTADO DE GANACIAS O PÉRDIDAS CONSOLIDADO			
(Expresados en millones de pesos colombianos, excepto la utilidad (pérdida) neta por acción que está expresada en pesos colombianos)			
	2014	2015	2016
Ingresos por ventas	65.971.888	52.090.927	47.732.350
Costo de ventas	42.975.128	36.994.516	34.236.571
Utilidad bruta	22.996.760	15.096.411	13.495.779
Gastos de Administración	1.031.035	1.700.985	1.923.268
Gastos de Operación y proyectos	5.520.325	4.034.268	2.751.687
Impairment de activos a largo plazo	2.304.572	8.283.750	841.966
Otros ingresos operacionales, neto	(308.199)	(378.541)	(274.112)
Resultado de la operación	14.449.027	1.455.949	8.252.970
Resultado financiero, neto			
Ingresos financieros	399.818	621.924	1.311.743
Gastos financieros	1.640.294	2.718.414	3.463.540
Ganancia (pérdida) por diferencia en cambio	2.270.193	1.870.859	968.270
	(3.510.669)	(3.967.349)	(1.183.527)
Participación en resultados de compañías	179.299	35.121	(9.711)

Resultado antes de impuesto a las ganancias	11.117.657	(2.476.279)	7.059.732
Gasto por impuesto a las ganancias	(4.769.101)	(606.567)	(4.655.495)
Utilidad (pérdida) neta del periodo	6.348.556	(3.082.846)	2.404.237
Utilidad (pérdida) atribuible			
A los accionistas de la Compañía	5.725.500	(3.987.726)	1.564.709
Participación no controladora	623.056	904.880	839.528
	<u>6.348.556</u>	<u>(3.082.846)</u>	<u>2.404.237</u>
Utilidad (pérdida) básica por acción	<u>139,2</u>	<u>(97,0)</u>	<u>38,1</u>

ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO

ECOPETROL S.A.

ESTADO DE GANACIAS O PÉRDIDAS PROYECTADO

(Expresados en millones de pesos colombianos)

	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos por ventas	40.713.793	34.727.243	29.620.955	25.265.494	21.550.460
Costo de ventas	28.212.871	24.064.455	24.064.455	17.507.878	14.933.523
Utilidad bruta	12.500.922	10.662.788	10.662.788	7.757.616	6.616.937
Gastos de Administración	1.202.079	1.025.325	1.025.325	745.966	636.280
Gastos de Operación y proyectos	2.969.011	2.532.448	2.532.448	1.842.460	1.571.545
Resultado de la operación	8.329.832	7.105.015	7.105.015	5.169.190	4.409.112
Gastos financieros	1.888.430	1.610.756	1.610.756	1.171.891	999.575
Resultado antes de impuesto a las ganancias	6.441.402	5.494.259	5.494.259	3.997.299	3.409.537

FLUJO DE CAJA LIBRE HISTÓRICO

ECOPETROL S.A.

FLUJO DE CAJA LIBRE HISTÓRICO

(Expresados en millones de pesos colombianos)

	2014	2015	2016
Utilidad Operativa	14.449.027	1.455.949	8.252.970
Depreciación	2.699.610	2.923.256	3.776.327
Amortización	76.237	90.239	110.055
EBITDA	17.224.874	4.469.444	12.139.352
Variación de KTNO	2.224.200	578.544	- 4.453.115
Variación de Propiedad, Planta y Equipo	-10.666.327	- 9.365.807	2.761.720
FLUJO DE CAJA LIBRE	8.782.747	- 4.317.819	10.447.957

FLUJO DE CAJA LIBRE PROYECTADO

ECOPETROL S.A.

FLUJO DE CAJA LIBRE PROYECTADO

(Expresados en millones de pesos colombianos)

	2017	2018	2019	2020	2021
Utilidad Operativa	8.329.832	7.105.015	6.060.295	5.169.190	4.409.113
Depreciación	4.013.830	4.266.270	4.534.587	4.819.779	5.122.907
Amortización	125.693	143.552	163.949	187.245	213.850
EBITDA	12.469.355	11.514.837	10.758.831	10.176.214	9.745.871
Variación de KTNO	4.884.194	798.725	681.280	581.105	495.659
Variación de Propiedad, Planta y Equipo	- 3.916.265	- 4.162.569	- 4.424.363	- 4.702.623	- 4.998.383
FLUJO DE CAJA LIBRE	13.437.284	8.150.993	7.015.748	6.054.696	5.243.147



Valoración

(Expresado en pesos colombianos, excepto el valor de la acción)

Gradiente De Crecimiento	2%
WACC	7,78%
Valor De Continuidad	90.720.761
Número De Acciones En Circulación	41.116.694.690
Valor Presente Del Flujo De Caja Del Periodo Relevante	31.875.443
Valor Presente Del Valor De Continuidad	62.377.387
Valor De Las Operaciones	94.252.831
Activos No Operativos	8.681.479
Exceso De Efectivo	8.410.467
Valor Presente De Los Pasivos	52.222.027
Valor Del Patrimonio	59.122.750
Valor De La Acción	1.437,93

VALORACIÓN DE LA EMPRESAS MINEROS S.A.

*Yuli Andrea Tamayo Osorio*⁵³

*Leidy Carolina Pareja*⁵⁴

*Arilim Sanchez Ortiz*⁵⁵

RESUMEN

Mineros S.A es un grupo empresarial privado colombiano destinado a la explotación y exploración de metales en particular el oro, tiene como objetivo el crecimiento y sostenibilidad en las operaciones mineras para generar valor a los accionistas que tienen como soporte un sistema de gestión que busca proteger la integridad de las acciones, de las personas, y el medio ambiente.

El presente informe busca estimar el valor de la compañía mediante el método de valoración por flujos de caja libre descontado, la valoración se realizó con base a los datos correspondiente a los informes financieros consolidados para el periodo comprendido entre los años 2014 y 2016 obtenidos de la página web oficial de la empresa. Se realizó un análisis minucioso de la industria, de la compañía, de la administración y de los riesgos de inversión. Además, se utilizó otra información, como Estados Financieros de diferentes empresas de la industria y sus principales indicadores económicos, para identificar las variables que permiten realizar las proyecciones para la valoración a través del método de Flujo de caja libre en el periodo 2017-2021.

Palabras claves - Método de valoración, flujos de caja, informes financieros, proyecciones, indicadores económicos, datos históricos, acción, capital social, industria minera, operaciones.

ABSTRACT

Mineros S.A is a private Colombian business group dedicated to the exploitation and exploration of metals in particular gold has the objective of growth and sustainability in mining operations to generate value to shareholders who have as support a management system that seeks to protect the Integrity of actions, people, and the environment.

This report seeks to estimate the value of the company using the discounted cash flow valuation method, the valuation was based on the data corresponding to the consolidated financial reports for the period from 2014 to 2016 obtained from the official website of the company. A thorough analysis of the industry, the company, the administration and the investment risks was carried out.

⁵³ Economista de la Universidad Libre seccional Pereira

⁵⁴ Economista de la Universidad Libre seccional Pereira

⁵⁵ Economista de la Universidad Libre seccional Pereira

In addition, other information, such as Financial Statements of different companies in the industry and their main economic indicators, is used to identify the variables that can be projected for the valuation through the Free Cash Flow method in the period 2017-2021.

Keywords - valuation methods, cash flow, financial statements, projections, economic indicators, historical facts, action, social capital, mining industry, operation.

INTRODUCCIÓN

Como estudiantes del programa de Economía de la Universidad Libre seccional Pereira se realizó como opción de grado el seminario en Valoración de Empresas en colaboración con la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM), donde se fortaleció los conocimientos adquiridos durante toda la carrera en el área de finanzas. Es así como se decide realizar la valoración de la compañía Mineros S.A y poner en práctica lo aprendido.

Durante el presente trabajo el lector podrá encontrar la descripción de la compañía, el análisis de la industria, del accionista y de los principales riesgos de inversión en los cuales se tienen en cuenta los factores endógenos y exógenos que pueden afectar el valor de mercado de la empresa.

En la parte técnica de la valoración de Mineros S.A se proyectó los Flujos de Caja Libre de la empresa desde el año 2017 al 2021, teniendo como base las respectivas cuentas del Estado de Resultados y el Estado de la Situación Financiera de los últimos tres años. La aplicación de este método arrojó como resultado un precio de acción de COP \$3767, mientras al cierre de la transacción de la Bolsa de Valores de Colombia con fecha de 18 de Julio de 2017, el precio de la acción fue de \$2,580.

MARCO TEÓRICO

La valoración de empresas es una técnica moderna que actualmente se está aplicando en la economía, por lo que ha tomado gran importancia dado el contexto que ha generado la globalización. Ahora bien, para realizar esta valoración existen diversas formas las cuales varía el método dependiendo cual sea el objetivo de la compañía. Sin embargo, uno de los métodos que sobresale para este estudio, es el de los flujos de caja en donde se analizan el patrimonio, la actividad y potencialidad de la compañía quien busca por medio de las técnicas realizar este estudio y analizar los impactos de expansión y fracaso empresarial

Ahora bien, él autor Colombiano Oscar León afirma que:

“La valoración de empresas combina, por un lado, la observación de una serie de factores internos y externos que afectan a la entidad, el sector al que pertenece y en general al entorno macroeconómico; y por el otro, la utilización de una serie de técnicas cuantitativas de análisis asociadas principalmente con la estadística, la economía y las finanzas”.⁵⁶

Cabe señalar que el método de valuación de empresas detalla que cantidad de acciones representan la propiedad de la empresa e igualmente son una parte proporcional del capital social, en donde tiene mayor consistencia su aplicación para generar valor económico por los diferentes métodos como el modelo Black y Scholes que no brinda un valor exacto de la empresa pero sí las probabilidades estadísticas que pueden indicar el valor en el futuro. Por otro lado el método de valor agregado (EVA) sirve para medir el valor económico creado para los accionistas de una empresa de un periodo a otro.

ANÁLISIS DE INVERSIÓN

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

El comportamiento de la acción de Mineros S. A., ha tenido un comportamiento volátil y con tendencia a la baja desde el año 2010 hasta el 2015; cabe destacar que el precio máximo registrado lo alcanzó en el mes de diciembre del año 2010, durante el año 2015 tuvo una desvalorización del 23% frente a una de 24% en el IGBC y 27% en el COLCAP, presentando para el mes de junio el valor mínimo de la acción a \$1.. A partir del año 2016 se observa una tendencia al alza y para el 26 de enero de 2016 estaba en \$1.860 con una leve recuperación.

Gráfico 1 Comportamiento del precio de la acción Mineros durante los últimos 5 años



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

⁵⁶ GARCIA, Oscar León. [2003]. Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA. Pág. 211.

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

TESIS DE INVERSIÓN

Recomendación: comprar

Mineros S.A presenta diferentes retos como el precio del oro el cual es inestable y no se tiene certeza de que vaya a superar o llegar a los precios altos que alcanzó en el pasado generando gran incertidumbre para el sector minero, en algunos casos las pequeñas empresas eligen parar la producción y actividad minera ya que los costos de explotación y exploración son elevados y no compensan el precio actual del oro por lo cual es más conveniente para dichas empresas iniciar de nuevo la minería cuando el oro presenta un alza en su precio. Por su parte, Mineros S.A es una empresa sólida en la industria, y lo anterior en vez de ser una amenaza se transforma en una oportunidad de ingresos debido a que la competencia será menor.

Actualmente, la demanda de oro ha disminuido a nivel mundial ya que muchos compradores prefieren invertir sus títulos en Estados Unidos debido a las expectativas del crecimiento de la economía estadounidense. La Tasa Representativa de Mercado (TRM) en Colombia se encuentra elevada lo cual es algo positivo para las empresas exportadoras como Mineros S.A, ya que la mayoría de sus clientes son externos.

Con lo anterior y a pesar de la incertidumbre del precio internacional del oro, la proyección en cuanto a producción se mantuvo constante, con lo cual las expectativas del crecimiento aumentaron haciendo a Mineros S.A una gran empresa al momento de invertir. Por último, con la valoración realizada se estima que el precio de acción será de COP \$3.767

VALORACIÓN

Para la valoración de Mineros S.A se emplearon los balances y estado de resultados de los últimos tres años para lograr consolidar información histórica y así calcular estimados y proyecciones; esto junto a otras variables económicas consultadas en diversas entidades financieras las cuales afectan de manera directa o indirecta el direccionamiento estratégico y la operación de Mineros S.A.

Dicho lo anterior es de gran importancia analizar la dependencia del precio del oro respecto a variables como el dólar americano, el cual tiene una relación inversa, el crecimiento de la economía, la inflación y tasa de interés. Como se puede observar en las proyecciones la tasa de cambio presenta un papel de gran importancia ya que la empresa tiene una amplia variedad de clientes externos, esto constata que es vulnerable al cambio de la moneda.

Tabla 32 Valoración de Mineros S.A. a través de Flujo de Caja Libre

g	1,00%
Valor de Continuidad	1281183050
Valor Presente FCL periodo Relevante	\$295.907.140
WACC	8,64%
Acciones en Circulación	261687402
Valor Presente FCL periodo Relevante	\$295.907.140
Valor Presente de Continuidad	\$846.481.186,75
Valor de las Operaciones	\$1.142.388.327
Activos no Operativos	\$8.616.994
Valos Presente de los Pasivos	\$165.230.858
Valor del Patrimonio	\$985.774.462.905
Precio de Acción	\$3.767

Fuente: Elaboración propia.

Para la valoración de la empresa Mineros S.A; se tuvo en cuenta un costo promedio ponderado de capital (WACC) del 8,64% y un gradiente del crecimiento del 1%, lo que da como resultado un precio de acción de \$3.767 COP.

Tabla 33 Sensibilización del Precio de la acción

	WACC					
		-1%	-0,50%	Esperado	0,50%	1%
g	-1%	3935,959	3647,081297	3392,703	3167,125	2965,831
	-0,50%	4173,123	3850,352802	3568,356	3320,013	3099,767
	Esperado	4445,992	4082,084714	3766,992	3491,679	3249,201
	0,50%	4763,287	4348,704157	3993,441	3685,807	3416,988
	1%	5136,816	4658,731014	4253,981	3907,116	3606,73

Fuente: Elaboración propia.

Se realizó la simulación del precio de la acción ante variaciones del gradiente de crecimiento (g); y del costo promedio ponderado de capital (Wacc); se obtuvo como resultado un precio mínimo de COP\$2.965,831 y un precio máximo de COP\$5.136.

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

La industria minera es de gran amplitud ya que es realizada en distintos países del mundo, siendo Londres el principal explotador de esta actividad, teniendo como mayor mercado de transacciones de metales y donde se encuentran ubicadas las principales compañías mineras como: Rio Tinto Group, BHP Billiton y Anglo American. También se encuentra otros mercados de importancia como el de Nueva York y Shangai donde se realizan operaciones financieras de algunos metales preciosos. No obstante, en los últimos años se ha convertido en parte significativa en la economía de los países ya que se maneja la explotación de recursos más valiosos de cada país, trayendo consigo beneficios internos. Por otro lado, se encuentra Chile y Perú como los principales productores de Sudamérica.

Ahora bien, la minería en Colombia está regulada por el Ministerio de Minas el cual es el encargado de gestionar las políticas que se encuentran relacionadas con la exploración y explotación del potencial minero en Colombia. Estas políticas hacen que sea posible una amplia exportación en cuanto a las gamas de minerales generando así un aprovechamiento que conlleva a la obtención de recursos beneficiando a la nación y sus ciudadanos.⁵⁷ Por otro lado, es fundamental para este sector la creación de valor ya que permite la sustentabilidad de la empresa y tener mayores rendimientos económicos y está compuesta por cinco macroprocesos creadores de valor que permiten lograr esos objetivos:

⁵⁷ MINISTERIO DE MINAS Y ENERGIA. Inicio. [En Línea]. Bogotá, Colombia. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: <https://www.minminas.gov.co/>

Proceso de exploración (Recurso minero y agua)

Desarrollo de modelos predictivos

Capacidad analítica y de interpretación

Proceso de planificación minera (corto, mediano y largo plazo)

Desarrollo de modelos de optimización

Capacidad de ajuste a condiciones de incertidumbre

Capacidad de coordinar con la operación

Proceso de Gestión e inversión y desarrollo del proyecto

Sistema de valuación y asignación de recursos

Capacidad de ingeniería y de instalación

Capacidad de control de proyectos complejos

Capacidad de coordinación en la operación

Procesos de explotación y exploración

Alta productividad laboral

Alta utilización de equipos e instalaciones

Bajos costos unitarios de operación

Baja frecuencia en accidentalidad

Optimización de los recursos

Minimizar tiempos de flujo

Control de las instalaciones

Licencia para operar

Proceso de Comercialización

Definir estrategias de venta para corto y mediano plazo en función de mercados, volúmenes, condiciones, tratados comerciales, instrumentos financieros.

Establecer relaciones comerciales a largo plazo

Clientes altamente satisfechos

De acuerdo con el último Plan Nacional de Desarrollo el sector minero ha sido de gran importancia para el crecimiento de la economía colombiana mostrando un importante dinamismo en la

economía, manejando un crecimiento promedio 4,5% anual y su participación respecto al PIB alrededor del 6,7%, esto en los últimos diez años; además tiene gran participación en las exportaciones y por ende la inversión extranjera. Su creciente importancia ha sido en gran parte por el aumento internacional del precio de los commodities (Mayores factores influyentes en el precio) y en cuanto a la producción minera local la creación de un mejor entorno para su ampliación, pese a que Colombia no tiene una alta participación en la producción de metales preciosos a excepción de esmeraldas.⁵⁸

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

HISTORIA LOCALIZACIÓN E INFRAESTRUCTURA

Mineros S.A es un grupo empresarial privado colombiano, destinado a la exploración y explotación de metales en particular el oro. Tienen como objetivo el crecimiento y sostenibilidad en las operaciones mineras para generar valor a los accionistas que tienen como soporte un sistema de gestión que busca proteger la integridad de las acciones, de las personas y el medio ambiente. La principal visión del grupo minero es extender sus operaciones a través de América para tener un crecimiento empresarial con una buena práctica en la minería.⁵⁹

Mineros S.A inició su razón social como Mineros Colombianos S.A en 1974, a través de los años este grupo empresarial ha presentado unos hechos históricos relevantes que han tenido gran influencia para el crecimiento y solidez de la empresa como la compra de los activos de Pato Consolidated Gold Dredging y Choco Pacific and International Mining Co en el año 1974 acto seguido en 1975 comienza a operar la draga nueve la cual fue reconstruida en el municipio de Cauca. Debido a dificultades presentadas en sus operaciones Mineros S.A decide vender Mineros del Chocó S.A y con esto su participación en Mineros de Antioquia S.A, un año después una de sus sedes (Mineros El Dorado S.A) realiza la primera solicitud de explotación de oro en el Departamento del Tolima, a raíz del impacto ambiental comienza el programa de reforestación en 1982 el cual consistía en reforestar 100 hectáreas anuales en zonas explotadas por Mineros Antioquia S.A.⁶⁰

En 1986 ocurrió uno de los sucesos que más impactó la productividad de la empresa el cual fue el hundimiento de la draga cuatro ya que está fue cargada de dinamita puesta en su casco por ilegales armados, este acontecimiento generó una pérdida de la sexta parte de la capacidad productiva de la

⁵⁸ UPME. [2006]. Colombia País Minero 2019. [En Línea]. República de Colombia. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: http://www.upme.gov.co/docs/pndm_2019_final.pdf

⁵⁹ MINEROS S.A. [2016]. Quienes somos. [En Línea]. Medellín, Colombia. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: <http://www.mineros.com.co/es/informacion-corporativa/quienes-somos>

⁶⁰ MINEROS S.A. [2016]. Hechos históricos relevantes. [En Línea]. Medellín, Colombia. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: <http://www.mineros.com.co/es/informacion-corporativa/hechos-historicos-relevantes>

empresa lo cual conllevó a dejar cien personas desempleadas; a consecuencia de los ilegales armados Mineros de Antioquia S.A se encontró en una crisis la cual fue subsanada gracias a la intervención de la fuerza pública. Durante la década de los años 90 la empresa presentó varios acontecimientos por la guerra que en ese momento afrontaba el país lo cual desencadenó una serie de situaciones como el arribo de varias dragas, manifestaciones de los miembros del sindicato, entre otros por lo cual la empresa se vio en la obligación de adquirir acciones de otras empresas dedicadas a la minería.

En el año 2004 Mineros de Antioquia S.A cambia su nombre por Mineros S.A donde sus acciones ocupan el tercer lugar en la bolsa de valores de Colombia y obteniendo una calificación de 4,6 sobre 5 dada por los expertos de la revista nota económica en libro Platinum. Para el año 2009 se reconoció como la segunda compañía en el cuadro de honor de las empresas con “destacado desempeño financiero” según la revista LA NOTA ECONOMICA, al siguiente año se creó la fundación MINEROS S.A con el fin de promover el desarrollo económico, social y político en los sectores donde la empresa realiza sus operaciones. Mineros S.A se ha caracterizado por las adquisiciones y expansiones internacionales, como la compra del 90% de la empresa nicaragüense HEMCO S.A en el año 2013 y para el siguiente año adquiere un 5% adicional de esta misma compañía.⁶¹

Mineros S.A tiene operaciones aluviales y subterráneas en los municipios del Bagre, Zaragoza, Nechi bajo cauca y en el departamento de Antioquia. El grupo posee exploraciones en los departamentos de Antioquia, Caldas, Tolima y Bolívar. Tiene oficinas corporativas en Medellín y un centro de operaciones en el Bagre. La compañía es contratada por el grupo financiero colombiano Colpatría.⁶²

ANÁLISIS DOFA

A continuación, se presenta un análisis de las debilidades, oportunidades, fortalezas y amenazas de la compañía.

⁶¹ MINEROS S.A. [2016]. Hechos históricos relevantes. [En Línea]. Medellín, Colombia. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: <http://www.mineros.com.co/es/informacion-corporativa/hechos-historicos-relevantes>

⁶² BNAMERICAS. [s.f]. Mineros S.A. [En Línea]. Descripción de la empresa. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: <https://www.bnamericas.com/company-profile/es/mineros-sa-mineros>

Tabla 34 Matriz DOFA

<p>FORTALEZAS</p> <p>Recursos propios para exploración.</p> <p>Emprende estrategias de mercado y capacitación en los derechos humanos y participación en otras empresas a nivel internacional.</p> <p>Estrategia de plan de crecimiento de la compañía en Latinoamérica.</p> <p>Programa para reducir los residuos tóxicos, disminución de costos y alta responsabilidad con terceros</p>	<p>DEBILIDADES</p> <p>Inconvenientes laborales ocasionados por grupos sindicalistas lo cual disminuye la productividad de la empresa.</p> <p>Gracias a los beneficios extra legales los cuales fueron pactados en las convenciones colectivas se generaron altos costos de mano obra.</p> <p>Constantes o posibles sanciones jurídicas y económicas gracias a las relaciones con los problemas ambientales y de transporte que genera la actividad de la empresa.</p>
<p>OPORTUNIDADES</p> <p>El sector minero ha sido considerado por el Estado, como uno de las principales fuentes de crecimiento de la economía trayendo consigo inversión extranjera directa y a su vez generar divisas para el país.</p> <p>Con el proyecto del actual gobierno de Juan Manuel Santos (PIPE) que incentiva a la minería con permisos y licencias con el fin de tener mayor productividad en este sector.</p> <p>Adquisición de nuevas extensiones generando mayor participación en Latinoamérica a través de la compra Hemco (empresa nicaragüense)</p>	<p>AMENAZAS</p> <p>Altos niveles de ilegalidad e informalidad minera</p> <p>Inseguridad jurídica</p> <p>Falta de coordinación institucionalidad</p> <p>Con respecto al uso del suelo y determinantes ambientales un ordenamiento limitado</p> <p>Tramites mineros y ambientales atrasados</p> <p>Deficiencia en los sistemas de información financieros</p>

Implementación de nuevas tecnología con el fin de mejorar los procesos de ejecución, disminuyendo los factores, tiempo y riesgo	Infraestructura deficiente Baja inversión extranjera y poca competitividad Proliferación de los nombres que se le dan a las actividades económicas
---	--

Fuente: Elaboración propia

PRODUCTOS Y SERVICIOS

Los servicios de la empresa Colombiana Mineros S.A son la explotación, exploración y comercialización de oro, plata y otros metales preciosos siendo estos sus mayores productos en el mercado.⁶³

DESARROLLOS RECIENTES

Para contrarrestar la caída del precio internacional del oro se busca compensar las pérdidas de la compañía donde una de las opciones para esto es ampliar la producción manejando un gran enfoque hacia Hemco, la cual es la nueva y última adquisición del grupo Mineros S.A con sede en Nicaragua. Para cumplir este objetivo la empresa destinara US 20.000.000 para renovar la planta y hacerla moderna, crear nuevas labores de exploración que aumente las reservas y mejorar los procesos, el fin de esta gran inversión es fortalecer Hemco en Centro América.⁶⁴

PRINCIPALES COMPETIDORES

Los principales competidores para la empresa Mineras S.A son multinacionales enfocadas a la minería, principalmente de origen Canadiense ya que tienen una amplia experiencia en esta actividad y trayectoria en el mercado con grandes estructuras y un extenso musculo financiero, adicionalmente existen otros países competidores como lo son: China, Estados Unidos, México, Chile, Perú, Bolivia y Australia. En la lista de empresas exploradoras de oro a nivel mundial se encuentran las siguientes:

⁶³ MINEROS S.A. [2016]. Quienes somos. [En Línea]. Medellín, Colombia. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: <http://www.mineros.com.co/es/informacion-corporativa/quienes-somos>

⁶⁴ MINEROS S.A. [2016]. Operaciones. [En Línea]. Medellín, Colombia. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: <http://www.mineros.com.co/es/operaciones/hemco>

Barrick Gold Corporation: Es una empresa canadiense, la mayor productora de oro en el mundo. Más del 75% de su producción de oro proviene de la región de América. Las acciones de esta compañía cotizan en la Bolsa de Valores de Nueva York y la bolsa de valores de Toronto. Para el año 2016 logró una producción de 5,52 millones de onzas de oro.⁶⁵

Newmont Mining: Tiene su sede en Greenwood Village, Colorado. Tiene aproximadamente 30.000 empleados y contratistas, la mayoría trabajando en operaciones administradas en los Estados Unidos, Perú, Ghana y Surinam. Durante el año 2016 la producción de oro fue 4,9 millones de onzas.⁶⁶

AngloGold Ashanti: Es la tercera empresa de minería de oro más grande del mundo, medida por la producción. Tiene presencia en Colombia, cuenta con varias minas en nueve países, produjo 3.628 millones de onzas (Moz) de oro en 2016, generando US \$4.080mn en ingresos de oro. Esta empresa tiene una Reserva de Minerales de 50.1 Moz de oro.⁶⁷

Gran Colombia Gold Corp. Inc: Es un productor y explorador líder de oro canadiense con eje principal en Colombia, actualmente es el mayor productor subterráneo de oro y plata en Colombia específicamente en la zona de Segovia y Marmato. Su producción de oro incrementó un 28% durante 2016 alcanzando las 149.687 onzas.⁶⁸

Kinross Gold: Canadiense fundada en 1993 y con sede principal en Toronto, Canadá. Las minas de la empresa se encuentran en Rusia, Estados Unidos, Brasil, Mauritania y Ghana. Produjo 2,79 millones de onzas de oro.⁶⁹

Newcrest Mining: Esta empresa opera minas en cuatro países. Se centra en la creación de valor a largo plazo manteniendo bajos costos, aumentando las reservas y la producción utilizando su capital de manera eficiente. Durante el año 2016 su producción de oro llegó a 2,46 millones de onzas.⁷⁰

⁶⁵ BARRICK. [s.f]. Our vision is the generation of wealth through responsible mining—wealth for our owners, our people, and the countries and communities with which we partner. [En Línea]. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: <http://www.barrick.com/company/default.aspx>

⁶⁶ NEWMONT. [2017]. Newmont's strategy is to lead the gold sector in creating value for shareholders and other stakeholders through efforts to. [En Línea]. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: <http://www.newmont.com/about-us/strategy/default.aspx>

⁶⁷ ANGLOGOLD. [2014]. Sala de prensa. [En Línea]. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: <http://www.anglogoldashanticolombia.com/>

⁶⁸ GRANCOLOMBIAGOLD. [2017]. About Us. [En línea]. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: <http://www.grancolombiagold.com/about-us/default.aspx>

⁶⁹ KINROSS. [2017]. Operations. [En línea]. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: <http://www.kinross.com/operations/default.aspx>

⁷⁰ NEWCREST. [2017]. Company strategy. [En línea]. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: <http://www.newcrest.com.au/about-us/company-strategy>

Navoi NMMC: Tiene más de cincuenta años de experiencia en la industria minera, figura entre las diez principales productoras de uranio y oro. Ubicada en la República de Uzbekistán.⁷¹

Gold Fields: Es una empresa dedicada a la explotación de oro y actividades asociados como explotación, extracción y procesamiento. En el 2016 su producción de oro fue de 2,15 millones de onzas.⁷²

Polyus Gold: Es uno de los grandes fabricantes de oro en Rusia y está entre los diez principales mineros a nivel mundial. Para el año 2014, fue el octavo mayor productor de oro a nivel mundial. Durante el año pasado su producción de oro alcanzó 1,97 millones de onzas.⁷³

Sibanye Gold: Grupo minero en Sudáfrica, que posee y opera una cartera de oro de alta calidad. Se ha convertido en una compañía universal de metales preciosos además forma parte de las diez principales empresas mundiales de oro. Para el año 2016 su producción de oro fue de 1,51 millones de onzas.⁷⁴

En cuanto a los competidores colombianos y no menos importantes son las minerías locales las cuales en su mayoría no son legales y generan un fuerte impacto ambiental y social ya que en Colombia las licencias y permisos son un poco extensos y no muy fácil de tramitar por lo tanto son difíciles de obtener.

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

Andrés Restrepo Isaza desempeña el cargo de presidente y representante legal de MINEROS desde Mayo de 2015, su principal objetivo ha sido promover el plan de crecimiento en Latinoamérica, considerando ratificar MINEROS como líder en el sector minero e incursionar en América Latina. Su equipo administrativo está conformado por:⁷⁵

María Victoria Calle Espinal -Vicepresidente Corporativa Administrativa y Financiera.

Eduardo Flores Zelaya -Vicepresidente Corporativo Desarrollo de Negocios.

⁷¹ NGMK. [2015]. About NMMC. . [En línea]. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: <https://www.ngmk.uz/en/about>

⁷² GOLDFIELDS. [2017]. About Gold Fields. [En línea]. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: <https://www.goldfields.co.za/about-us.php>

⁷³ POLYUS. [2017]. Corporate governance. [En línea]. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: http://www.polyus.com/en/company/corporate_governance/

⁷⁴ SIBANYE STILLWATER. [2017]. Group Profile. [En línea]. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: <http://www.sibanyestillwater.com/about-us/group-profile>

⁷⁵ MINEROS S.A. [2016]. Direccionamiento estratégico. [En Línea]. Medellín, Colombia. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: <http://www.mineros.com.co/es/informacion-corporativa/direccionamiento-estrategico>

Santiago Cardona Munera, Vicepresidente Corporativo Cadena de Abastecimiento.

Ramiro Humberto Jaramillo Betancur- Gerente de Operaciones Colombia.

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

Mineros S.A. fue inscrita en el Registro Nacional de Valores y Emisores y en la Bolsa de Valores de Colombia el 13 de Julio de 1982.

Sus principales accionistas son:

Tabla 35 Principales Accionistas de Mineros S.A.

ACCIONISTAS	No. de acciones	% de participación
BANDERATO CORP	46.325.781	17,70%
VINCE BUSINESS CORP	31.744.486	12,13%
CORPORACION FINANCIERA COLOMBIANA S.A	22.350.263	8,54%
INVERSIONES MAGA S.A	15.138.579	5,78%
FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS COLFONDOS MODERADO	9.762.339	3,73%
NEGOCIOS Y REPRESENTACIONES S.A.S	9.073.129	3,47
VASQUEZ MERCHAN Y CIA S C A	8.550.676	3,27%
FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PORVENIR MODERADO	8.394.769	3,21%
ECHAVARRIA DE MORENO MARIA DEL PILAR	6.389.712	2,44%
COMPAÑÍA DE INVERSIONES COLPATRIA S.A	5.107.676	1,95%

Fuente: Mineros S.A. [2017]. Informe de los 20 principales accionistas. [En línea]. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: <http://www.mineros.com.co/pdf/composicion-accionaria-mineros-2017.pdf>

LIQUIDEZ ACCIONARIA

La empresa es considerada de alta liquidez accionaria dado que se transa con facilidad en la Bolsa de Valores de Colombia.

DIVIDENDOS

Se declara dividendo mensual de \$11.80 pagadero en los trimestres de abril, julio, octubre, de 2017 y enero 2018

RIESGOS DE INVERSIÓN

La compañía Mineros S.A está expuesta a diferentes tipos de riesgos como:

Riesgo de mercado: En los últimos años el precio del oro ha tenido un comportamiento decreciente. La empresa mitiga este riesgo cobrando sus ingresos en divisas internacionales y pagando sus costos operacionales en pesos colombianos.

Riesgo de tipo de cambio: El tipo de cambio es una variable que impacta de forma directa a la compañía a través de sus ingresos, ya que al presentarse una devaluación del peso colombiano frente al dólar sus ingresos serán mayores. Sin embargo, existe un impacto negativo si la empresa desea realizar importaciones de capital de trabajo o insumos ante esta coyuntura económica la empresa presentaría una situación desfavorable por el incremento de sus costos. Mineros S.A utiliza instrumentos derivados de las fluctuaciones de la tasa de cambio, usualmente son opciones y forwards, establecidos en la política de inversiones.

Riesgo Operativo: Mineros S.A en este campo maneja actualmente un alto riesgo debido a que la maquinaria con la que opera es fabricada una única vez y no se encuentra en todos los países su fabricación lo cual hace difícil la obtención de sus repuestos en caso tal en que una de estas se deteriore. Otro factor de riesgo es que su mantenimiento y operación debe estar a cargo de mano de obra altamente calificada. Mineros prepara a su personal en forma estable y continua y la mayoría de sus contratos laborales son a término indefinido y con buenas remuneraciones, con el propósito de que sus procesos operativos sean eficientes.

Riesgo Legal o Regulación: El riesgo legal de Mineros S.A es alto ya que, de acuerdo a la ley del código de minas, en donde se tiene como objetivo la explotación y exploración de los recursos mineros sea propiedad pública o privada se puede fomentar dicha actividad para el desarrollo

económico y social del país. Por otro lado para realizar cualquier proyecto de extracción de metales preciosos es obligatorio adquirir ciertas licencias o permisos como una licencia ambiental.

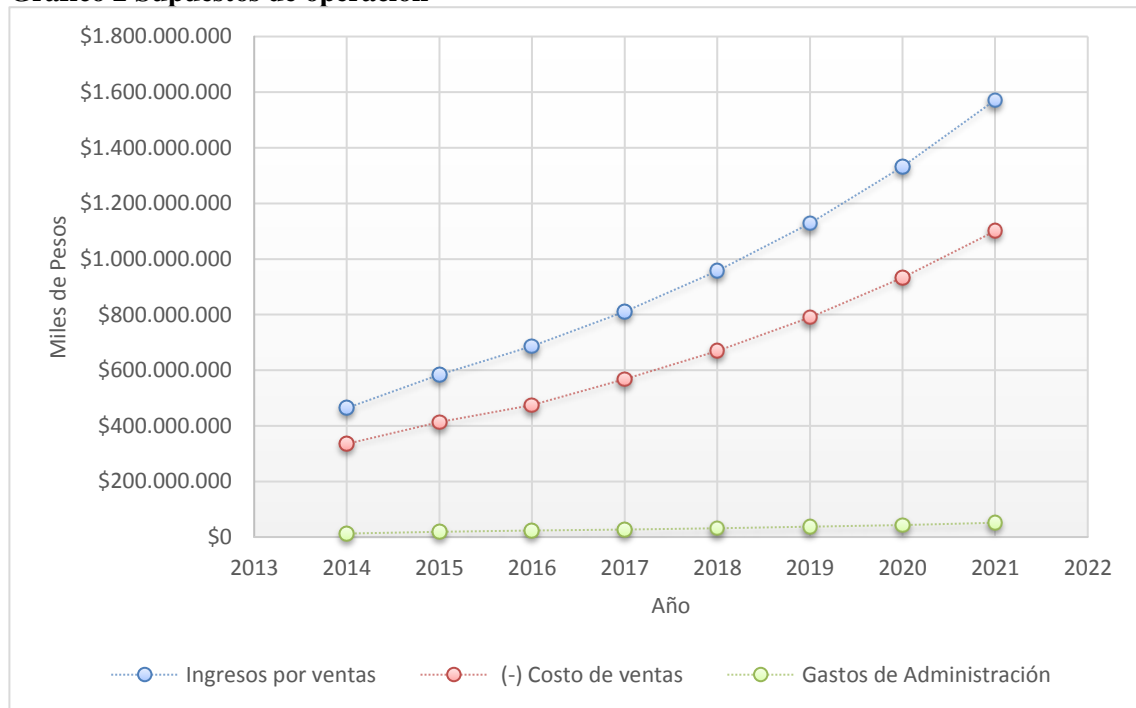
Riesgo Sindical: Durante las primeras décadas la compañía Mineros S.A presento diversos inconvenientes con los sindicatos lo cual afectaba directamente la productividad de la empresa, por tal razón el riesgo ha disminuido durante los últimos años ya que se tomaron medidas para solucionar este problema. Mineros S.A es una compañía comprometida por el bienestar de sus trabajadores por tal motivo hacen acuerdos cada dos años para prevenir conflictos de trabajo⁷⁶.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

SUPUESTOS DE OPERACIÓN

Los ingresos por ventas de la compañía en los periodos históricos y proyectados presentan un crecimiento debido a la expansión que ha tenido Mineros S.A en el mercado y por ende su incremento en la producción dando como resultado ingresos más altos.

Gráfico 2 Supuestos de operación



Fuente: Elaboración propia.

⁷⁶ERAZO BUESAQUILLO, Libia y VELASCO CHÁVEZ, Carmenza. [2016]. Reporte Financiero Mineros S.A. [En Línea]. Universidad EAFIT. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: https://repository.eafit.edu.co/bitstream/handle/10784/11263/Libia_ErazoBuesaquillo_Carmenza_VelascoCh%C3%A1vez_2016.pdf?sequence=2

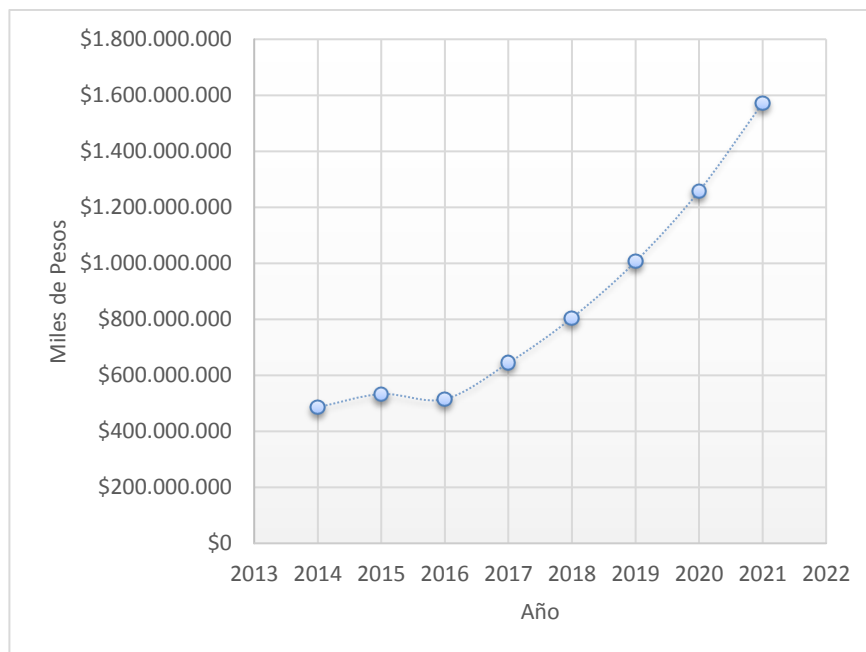
Se observa que los costos de ventas tienen una pendiente positiva arrojando un incremento en los costos del periodo proyectado, dado el objetivo de la empresa de ampliarse en el mercado, por lo tanto, su comportamiento depende de las ventas que ha tenido en los últimos años.

Para los gastos de administración que son fijos, se supuso que su comportamiento será constante al depender en el período histórico del 3% de las ventas, es decir que su variación en los periodos proyectados no será significativa.

SUPUESTOS DE INVERSIÓN

Hasta el año 2016 Mineros S.A se enfocó en proyectos de hasta 200 millones de dólares pero ahora esta compañía está en busca de activos de mayor valor para el cumplimiento de su gran meta ambiciosa la cual es alcanzar una producción anual de 500 mil onzas de oro para el año 2020. Por tal motivo se prevé un crecimiento constante en la inversión de propiedad, planta y equipo.

Gráfico 3 Propiedad planta y equipo



Fuente: Elaboración propia.

CAPITAL DE TRABAJO

Para el capital de trabajo en lo que respecta a efectivo, cuentas por cobrar e inventarios se tienen políticas de liquidez acorde con el flujo de capital de trabajo, efectuando al pago correspondiente a proveedores y a entidades financieras.

Tabla 36. Capital de Trabajo

	2013	2014	2015	2016	2017
Efectivo	60.113.925	9.316.155	12.642.669	19.971.774	19.136.892
Cxc	70.258.122	32.936.238	41.674.070	28.233.010	49.588.986
Inventarios	55.388.246	62.105.072	80.039.573	86.687.996	106.201.053
KTO	185.760.293	104.357.465	134.356.312	134.892.780	174.926.931
CxP	13.721.194	33.504.169	42.837.394	33.245.723	51.747.210
KTNO	172.039.099	70.853.296	91.518.918	101.647.057	123.179.722
	2018	2019	2020	2021	
Efectivo	22.581.533	26.646.209	31.442.526	37.102.181	
Cxc	58.515.004	69.047.704	81.476.291	96.142.024	
Inventarios	125.317.243	147.874.346	174.491.729	205.900.240	
KTO	206.413.779	243.568.259	287.410.546	339.144.444	
CxP	61.061.708	72.052.815	85.022.322	100.326.340	
KTNO	145.352.071	171.515.444	202.388.224	238.818.105	

Fuente: Elaboración propia.

COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL

A continuación, se presente el cálculo del costo promedio ponderado de capital para el periodo histórico.

Tabla 37. Costo promedio ponderado de capital

	2014	2015	2016
WACC	8,21%	9,34%	8,38%
Kd	9,25%	15,12%	10,70%
KdT	6,1029%	9,5285%	6,6314%
B1	1,384380464	1,326993724	1,209440916
Ke	9,39%	9,24%	8,94%
T%	34%	37%	38%

Intereses	22.059.111	38.021.802	17.672.681
Deuda	238.559.529	251.389.304	165.230.858
Patrimonio	424.765.172	504.612.559	518.788.047
D%	35,96%	33,25%	24,16%
P%	64,04%	66,75%	75,84%

Bu	1,01
Rf	5,83%
Rm	8,40%
T%	35%

Tomado el 29 junio 2017 de DAMODARAN.

Tomado el 29 junio 2017 del banco de la república.

Tomado el 29 junio 2017 de DAMODARAN.

Fuente: Elaboración propia.

IMPUESTOS

Debido a la organización fiscal del país, Mineros S.A es un sujeto pasivo de tasas, impuestos y contribuciones; con el fin de ser liquidadas en favor de la Nación, los municipios, entre otros.

Tabla 38 Impuestos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Impuesto de renta	25%	25%	25%	34%	33%	33%	33%

Fuente: Elaboración propia.

Entre los impuestos, sobresale el impuesto sobre la renta, el cual se mide por los valores que se espera recuperar o pagar a la autoridad fiscal. Durante el periodo 2014. 2016 el impuesto sobre la renta se mantuvo en el 25%, pero para el año actual aumento al 34%.

CONCLUSIONES

Mineros S.A es una empresa cuya actividad depende de variables como la TRM (tasa representativa del mercado), precio del oro y plata, los costos de producción y la proyección del crecimiento de la empresa. Con base a esto, la valoración de Mineros dependerá de manera directamente a los ingresos de la compañía.

Al analizar el valor mediante el flujo de caja de la empresa Mineros S.A, se encuentra que al cierre del año 2016 tiene un valor \$614.217.103 millones de pesos debido a que tenía 261.687.402 en acciones en circulación a un precio \$2.580 COP

Esta compañía ha sido ejemplo de crecimiento y desarrollo contribuyendo al sector minero de Colombia, teniendo gran impacto social en donde no solo aporta utilidades a sus accionistas sino aportando a la economía del país mediante la generación de empleo e inversión extranjera directa en Latinoamérica.

Con relación al capital de trabajo neto operativo para la proyección a partir del año 2017 se muestra una variación positiva lo que significa que la compañía no tendrá problemas con su ciclo de efectivo.

Para el año 2016 las ventas en Colombia de Mineros S.A registró la suma de \$381.845 millones, un 8,3% mayor al año 2015, esto debido al aumento del precio promedio de venta del oro. En cuanto a la utilidad bruta de la compañía en Colombia durante el año anterior fue de \$165.964 millones y los gastos administrativos de \$17.049 millones, es decir que representaron el 4,46% de los ingresos.

La empresa ha destinado considerables sumas de dinero en nuevos proyectos de inversión, financiados con recursos propios para hacer realidad su estrategia de crecimiento.

Mineros S.A tiene un compromiso con el medio ambiente por lo tanto su actividad minera la ha manejado con estrategias para cumplir con el desarrollo económico, social y ambiental. Existen zonas como los páramos o humedales, donde no se permite hacer minería ilegal.

BIBLIOGRAFÍA

ANGLOGOLD. [2014]. Sala de prensa. [En Línea]. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: <http://www.anglogoldashanticolombia.com/>

BARRICK. [s.f]. Our vision is the generation of wealth through responsible mining—wealth for our owners, our people, and the countries and communities with which we partner. [En Línea]. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: <http://www.barrick.com/company/default.aspx>

BNAMERICAS. [s.f]. Mineros S.A. [En Línea]. Descripción de la empresa. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: <https://www.bnamericas.com/company-profile/es/mineros-sa-mineros>

BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. [2008]. Inicio. [En Línea]. Bogotá, Colombia. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc>

ERAZO BUESAQUILLO, Libia y VELASCO CHÁVEZ, Carmenza. [2016]. Reporte Financiero Mineros S.A. [En Línea]. Universidad EAFIT. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: https://repository.eafit.edu.co/bitstream/handle/10784/11263/Libia_ErazoBuesaquillo_Carmenza_VelascoCh%C3%A1vez_2016.pdf?sequence=2

GOLDFIELDS. [2017]. About Gold Fields. [En línea]. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: <https://www.goldfields.co.za/about-us.php>

GRANCOLOMBIAGOLD. [2017]. About Us. [En línea]. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: <http://www.grancolombiagold.com/about-us/default.aspx>

GRUPO MINERO S.A. [2014]. Inicio. [En Línea]. Medellín, Colombia. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: <http://www.mineros.com.co/es/>

KINROSS. [2017]. Operations. [En línea]. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: <http://www.kinross.com/operations/default.aspx>

MINEROS S.A. [2 de Marzo del 2011]. Burkenroad Reports Latinamerica Mineros S.A. [En Línea]. Medellín, Colombia. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: <http://www.mineros.com.co/es/>

MINEROS S.A. [2016]. Hechos históricos relevantes. [En Línea]. Medellín, Colombia. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: <http://www.mineros.com.co/es/informacion-corporativa/hechos-historicos-relevantes>

MINEROS S.A. [2016]. Informe Financiero 2016 Mineros S.A. [En Línea]. Medellín, Colombia. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: <http://www.mineros.com.co/es/>

MINEROS S.A. [2016]. Operaciones. [En Línea]. Medellín, Colombia. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: <http://www.mineros.com.co/es/operaciones/hemco>

MINEROS S.A. [2016]. Quienes somos. [En Línea]. Medellín, Colombia. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: <http://www.mineros.com.co/es/informacion-corporativa/quienes-somos>

MINISTERIO DE MINAS Y ENERGIA. Inicio. [En Línea]. Bogotá, Colombia. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: <https://www.minminas.gov.co/>

NEWCREST. [2017]. Company strategy. [En línea]. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: <http://www.newcrest.com.au/about-us/company-strategy>

NEWMONT. [2017]. Newmont's strategy is to lead the gold sector in creating value for shareholders and other stakeholders through efforts to. [En Línea]. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: <http://www.newmont.com/about-us/strategy/default.aspx>

NGMK. [2015]. About NMMC. [En línea]. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: <https://www.ngmk.uz/en/about>

POLYUS. [2017]. Corporate governance. [En línea]. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: http://www.polyus.com/en/company/corporate_governance/

SIBANYE STILLWATER. [2017]. Group Profile. [En línea]. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: <http://www.sibanyestillwater.com/about-us/group-profile>

SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. [2017] [En Línea] Bogotá, Colombia. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: www.superfinanciera.gov.co/jsp/index.jsf

UPME. [2006]. Colombia País Minero 2019. [En Línea]. República de Colombia. [Consultado el 20 de Agosto del 2017]. Disponible en: http://www.upme.gov.co/docs/pndm_2019_final.pdf

ANEXOS

Anexo 1 Estado de la situación financiera histórico

BALANCE GENERAL AL 31 DE DICIEMBRE DE 2015 MINEROS S.A.

	2014	2015	2016
ACTIVO			
ACTIVOS NO CORRIENTES			
propiedad, planta y equipo neto	\$485.832.551	\$532.863.483	\$515.128.146
propiedad de inversión	\$4.148.100	\$5.661.450	\$5.978.491
Proyectos de Exploración y Evaluación	\$0	\$40.985.439	\$52.989.877
activos intangibles	\$94.931.314	\$180.651.659	\$177.948.244
Plusvalía	\$0	\$4.032.235	\$4.032.235
Crédito Mercantil	\$166.250.048	\$0	\$0
instrumentos financieros patrimoniales	\$2.793.503	\$2.838.503	\$2.638.503
Impuestos Diferido activo	\$100.427	\$131.087	\$226.592
deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	\$7.435.254	\$7.976.507	\$9.065.673
inventario de materiales	\$56.208.038	\$72.363.682	\$73.198.768
Activos Biológicos	\$8.155.144	\$0	\$0
Activo por Impuestos no Corrientes	\$0	\$0	\$7.303.007
Otros activos	\$0	\$0	\$1.327.766
Total activo no corriente	\$825.854.379	\$847.504.045	\$849.837.302
ACTIVOS CORRIENTE			
Inventarios	\$5.897.034	\$7.675.891	\$13.489.228
deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	\$25.500.984	\$33.697.563	\$19.167.337
Impuestos Corrientes	\$9.611.019	\$17.805.697	\$12.364.822
activos financieros negociables	\$45.813.953	\$28.580.398	\$25.158.148
operación de cobertura	\$4.486.578	\$20.593.743	\$12.764.922
efectivo y equivalentes de efectivo	\$9.316.155	\$12.642.669	\$19.971.774
Otros activos	\$0	\$0	\$3.006.733
Total activo corriente	\$100.625.723	\$120.995.961	\$105.922.964

TOTAL ACTIVOS	\$926.480.102	\$968.500.006	\$879.006.683
PASIVOS			
PASIVOS NO CORRIENTES			
Creditos y prestamos	\$181.517.118	\$187.291.515	\$143.423.570
Beneficios a empleados	\$6.574.531	\$10.390.111	\$11.145.041
Impuestos diferido	\$44.834.077	\$41.721.007	\$55.066.214
Provisiones	\$4.146.511	\$7.474.384	\$11.260.983
Acreedores y otras cuentas por pagar	\$0	\$3.539.928	\$0
Pasivo total no corriente	\$237.072.237	\$250.416.945	\$220.895.808
PASIVO CORRIENTE			
Creditos y prestamos	\$57.042.411	\$64.097.789	\$21.807.288
Operación de cobertura	\$3.709.514	\$8.663.284	\$4.207.344
Acreedores y otras cuentas por pagar	\$33.504.169	\$39.297.466	\$33.245.723
Otros pasivos financieros	\$8.794.414	\$8.893.982	\$9.770.373
Provisiones		\$0	\$6.491.104
Beneficios a empleados	\$6.242.199	\$7.648.537	\$7.538.178
Impuesto corriente	\$15.963.620	\$4.119.826	\$35.680.080
Total pasivo corriente	\$125.256.327	\$132.720.884	\$118.740.090
Total pasivo	\$362.328.564	\$383.137.829	\$339.635.898
Total pasivo+ patrimonio	\$926.480.102	\$968.500.006	\$955.760.266
PATRIMONIO			
Capital emitido	\$158.953	\$158.953	\$158.953
Acciones propias en tesorería	-\$5.611.007	-\$5.611.007	-\$5.611.007
Superavit Método de Participación	\$0	\$16.679.007	\$15.465.496
Prima en colocación de acción	\$1.551.099	\$1.551.099	\$1.551.099
Reservas	\$424.606.219	\$432.077.485	\$464.892.951
otro resultado integral acumulado	\$141.140	\$15.273.055	\$11.310.058
otro resultado integral (ESFA)	\$69.723.197	\$0	\$0
Ganancias Retenidas		\$55.697.114	\$38.270.647
resultados neto del periodo	\$36.917.539	\$61.383.844	\$88.178.906
Ajuste de conversión	\$21.016.426	\$0	\$0
Participación no controlada	\$15.647.972	\$8.152.627	\$1.907.265

Anexo 3 Estado de resultado proyectado

Estado de Resultados	2017	2018	2019	2020
Ingresos por ventas	\$810.570.636	\$956.473.351	\$1.128.638.554	\$1.331.793.494
(-) Costo de ventas	\$567.550.052	\$669.709.061	\$790.256.692	\$932.502.897
Utilidad bruta	\$243.020.584	\$286.764.290	\$338.381.862	\$399.290.597
Gastos de administración	\$26.514.837	\$31.287.508	\$36.919.260	\$43.564.726
Utilidad operacional	\$188.589.087	\$222.535.122	\$262.591.444	\$309.857.904
(-) Intereses	\$36.840.209	\$43.471.447	\$51.296.307	\$60.529.643
Utilidad antes de impuestos	\$151.748.877	\$179.063.675	\$211.295.137	\$249.328.261
impuestos corrientes	\$60.699.551	\$66.253.560	\$69.727.395	\$82.278.326
Utilidad neta	\$91.049.326	\$112.810.115	\$141.567.742	\$167.049.935



Anexo 4 Flujo de caja histórico (expresado en miles de COP)

	2014	2015	2016
Utilidad Operativa	\$91.707.027	\$119.216.876	\$179.271.923
Depreciación	\$27.254.860	\$27.285.204	\$27.236.142
EBITDA	\$118.961.887	\$146.502.080	\$206.508.065
Variación KTNO	\$101.185.803	-\$20.665.622	-\$10.128.139
Variación Propiedad Planta y Equipo	-\$273.802.338	-\$47.030.932	\$17.735.337
FCL	-\$53.654.648	\$78.805.526	\$214.115.263

Anexo 5 Flujo de caja proyectado

	2017	2018	2019	2020
Utilidad Operativa	\$188.589.086,7	\$222.535.122,3	\$262.591.444,3	\$309.857.904,2
Depreciación	\$34.045.177,5	\$42.556.471,9	\$53.195.589,8	\$66.494.487,3
EBITDA	\$222.634.264,2	\$265.091.594,1	\$315.787.034,1	\$376.352.391,5
Variación KTNO	-\$21.532.664,6	-\$22.172.349,9	-\$26.163.372,9	-\$30.872.780,0
Variación Propiedad Planta y Equipo	-	-	-\$201.221.932,0	-\$251.527.415,0
FCL	\$72.319.563,1	\$81.941.698,6	\$88.401.729,2	\$93.952.196,5

Anexo 6 Valoración de la compañía

g	2%
Valor de Continuidad	1015439625
Valor Presente FCL periodo Relevante	291872770,6
WACC	9,64%
Acciones en Circulación	261687402
Valor Presente FCL periodo Relevante	291.872.770,6
Valor Presente de Continuidad	640.861.665,7
Valor de las Operaciones	932.734.436,2
Activos no Operativos	8.616.994,0
Valor Presente de los Pasivos	165.230.858,0
Valor del Patrimonio	776.120.572.231,7
Precio de Acción	2.965,8

Fuente: Elaboración propia.

VALORACIÓN DEL GRUPO NUTRESA S.A

Natalia Castaño Sánchez⁷⁷

Karen Tatiana Ramírez Gómez⁷⁸

RESUMEN DE INVERSIÓN

El siguiente trabajo presenta la valoración de la empresa de Nutresa S.A., empresa internacional de capitales colombianos que se dedica a la producción de alimentos envasados con presencia en norte, centro y sur América, siendo la primera productora en Colombia y la tercera a nivel suramericano.

Para realizar dicho trabajo se tomó en consideración para la valoración, el método de flujos de caja libre. De esta manera se logró identificar el estado de la empresa y su respectivo precio de acción y se realizó la proyección de sus estados financieros básicos. El estudio de la empresa se elaboró en profundidad considerando la estructura de capital y su financiamiento, el mercado y la industria en que se desenvuelve a nivel nacional e internacional.

Para la valoración de la compañía se tuvo en cuenta un costo promedio ponderado de capital de 7,48% y un gradiente de crecimiento del 2% lo cual arrojó un precio de la acción fue de \$ 29.221,95 COP, lo que indica que el valor de la acción en el mercado está subvalorado dado que el valor real en la bolsa de valores el precio de acción es de \$ 27.080,00 COP y considerando que el rango obtenido a través del método de flujo de caja libre entrega una precisión de más menos 8% con respecto al precio real de la acción. Se puede concluir que la empresa tiene un crecimiento de valor continuo año tras año sin importar sus grandes competencias que día a día hacen el mercado mucho más difícil, de acuerdo con el estudio realizado la recomendación es MANTENER.

Palabras clave - flujo de caja libre, valuación de empresas, gradiente de crecimiento, costo de capital promedio ponderado (wacc), estados financieros, valor económico agregado (eva).

ABSTRACT

The following work presents the valuation of Nutresa S.A., an international company of Colombian capitals that is dedicated to the production of packaged foods with presence in North, Central and South America, being the first producer in Colombia and the third in South America.

⁷⁷ Contadora Pública de la Universidad Libre seccional Pereira

⁷⁸ Contadora Pública de la Universidad Libre seccional Pereira

In order to carry out such work, the free cash flow method was taken into consideration for the valuation. In this way, it was possible to identify the state of the company and its respective share price and the projection of its basic financial statements was made. The study of the company was elaborated in depth considering the capital structure and its financing, the market and the industry in which it develops at national and international level.

For the valuation of the company we took into account a weighted average cost of capital of 7.48% and a growth gradient of 2% which resulted in a share price of COP 29,221.95, which indicates that the market value of the stock is undervalued since the real value on the stock exchange the share price is COP \$ 27,080.00 and considering that the range obtained through the free cash flow method delivers a precision of more 8% less than the actual share price. It can be concluded that the company has a continuous value growth year after year regardless of its large competitions that make the market day after day much more difficult, according to the study carried out the recommendation is to KEEP.

Keywords - free cash flow, business valuation, growth gradient, weighted average capital cost (wacc), financial statements, added economic value (EVA).

INTRODUCCION

Se realizó un seminario de profundización con estadía internacional en colaboración con la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM) como opción de grado. De ahí surgió el interés de elaborar la valoración de Grupo Nutresa poniendo en práctica los conocimientos adquiridos durante los 10 semestres del programa de contaduría pública, además de las competencias obtenidas durante las clases presenciales de la pasantía internacional; con la intención de elaborar el trabajo de grado.

En este trabajo se encontrarán la situación de la empresa Grupo Nutresa además de la proyección hasta el año 2021 con el fin de brindar un mayor conocimiento sobre la empresa finalmente dar a conocer la viabilidad de invertir o no en ella, su precio de acción esperado, su riesgo de inversión al igual que el desempeño de la administración y de sus accionistas.

La valoración de Grupo Nutresa se elaboró con base en los estados financieros de los últimos tres años, la proyección de los flujos de caja libre del año 2017 hasta el 2021, obteniendo un precio de acción de COP\$ 29.222, analizando la situación se recomienda comprar las acciones ya que el resultado es muy favorable, además Grupo Nutresa es una empresa con mucho recorrido en el mercado asimismo con un crecimiento de valor año tras año tanto a nivel nacional como internacional, finalizando el año 2016 con un crecimiento del 9,1% comparado con el año 2015 en las ventas del país. Grupo Nutresa cuenta con un desarrollo constante e innovaciones que han hecho posible su esparcimiento a nivel nacional e internacional y teniendo presente en crear resultados satisfactorios para el futuro.

MARCO TEÓRICO

Según la definición de Caballer, V. (1998), se entiende por valoración de empresas a “aquella parte de la economía cuyo objeto es la estimación de un determinado valor o valores de una empresa con arreglo a unas determinadas hipótesis, con vistas a unos fines determinados y mediante procesos de cálculo basados en informaciones de carácter técnico y económico”

La valoración de empresas corresponde a un trabajo que requiere conocimientos técnicos y la experiencia necesaria para aproximar un rango de valores dentro del cual existe la mayor probabilidad de que se encuentre el valor de una empresa en marcha. Como tal existen diferentes metodologías, las cuales tienen sus respectivas ventajas y desventajas que, al utilizarse en la valoración de un negocio, generan una información que adecuadamente analizada y evaluada permite alcanzar la estimación de un rango de valores para acotar el valor de la empresa en estudio.⁷⁹

La valoración de empresas consiste en elaborar un análisis aplicando los conocimientos técnicos además de la experiencia suficiente para ejercer un estudio tanto de mercado como económico sobre la empresa a valorar con el fin de alcanzar la estimación del valor de la compañía en marcha en un tiempo determinado. El conocimiento que se tiene de una empresa en valoración y de sus acciones en el mercado así como también el capital humano (know how) que entra dentro de los intangibles y los tangibles que marcan el potencial de la organización la imagen y el recorrido y las trascendencias en el mercado también conlleva a darle un valor a la compañía.

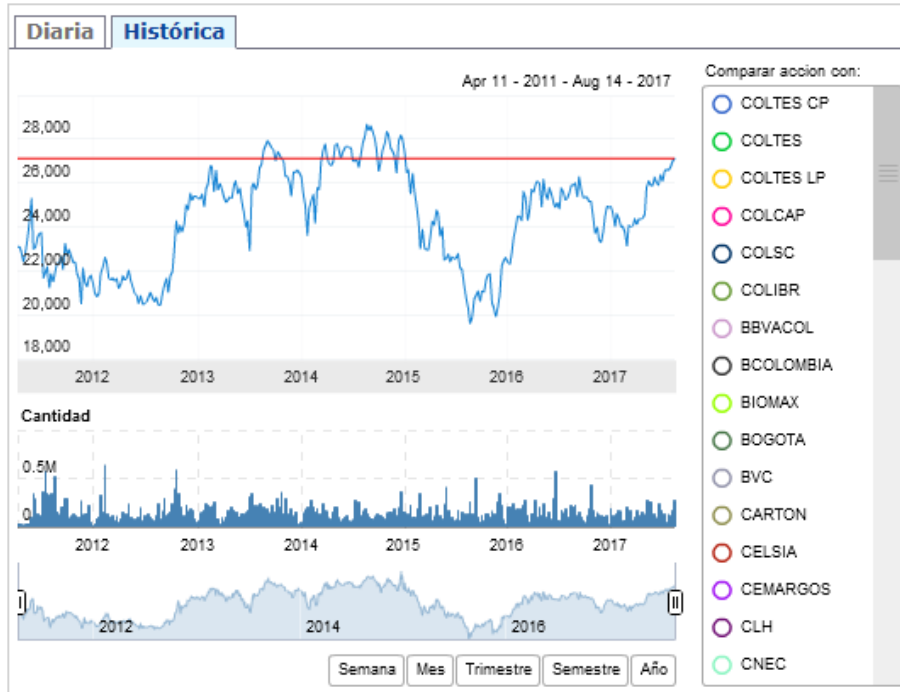
ANÁLISIS DE INVERSIÓN

1.1 DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

En la Figura 1 se puede observar cómo se ha comportado el precio de la acción del Grupo Nutresa en los últimos 5 años, se puede apreciar que obtuvo una caída en el precio en agosto del 2012 con un precio de \$20.500 pesos; continuando con un comportamiento alcista que duro 2 años en el cual obtuvo un precio máximo históricamente en septiembre de 2014 por un valor de \$28.400 hasta agosto de 2015 en el cual registro el precio mínimo en la historia la acción del Grupo Nutresa con un valor de \$19.620 en el cual no se sostuvo mucho tiempo continuando con una tendencia alcista alcanzando de nuevo el precio máximo en Julio de 2017 con un valor de \$26.760

⁷⁹ JAVIER SERRANO, Consideraciones críticas en valoración de empresas, Revista Latinoamericana de Administración Num 24, 2000, [en línea], [revisado 21 de Agosto 2017]. Disponible en internet: <http://www.redalyc.org/pdf/716/71602404.pdf>

Figura 22: Desempeño del precio accionario durante los últimos cinco años.



* Corresponde a información de operaciones de compraventa

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

1.2 TESIS DE INVERSION

La recomendación que arroja la valoración es mantener las acciones, ya que hay factores económicos, que afectan el precio y la posición económica de la compañía, por lo tanto no se puede asegurar un crecimiento seguro de la entidad con respecto al valor del precio de la acción, ya que los datos históricos muestran una constante creación de valor para la empresa.

La compañía Grupo Nutresa se concentra en la obtención de nuevas inversiones a nivel mundial la cual le permitan crecer en el mercado y tener mayor cobertura para sus diferentes líneas de negocio, las cuales se pueden incluir movimientos financieros, nuevas adquisiciones en plantas de producción, endeudamiento, con el fin de ir aumentando su cobertura en los mercados tanto nacionales como internacionales; todo esto contribuyendo al buen nombre de la compañía.

Es importante mencionar que el precio de la acción mantendrá una rentabilidad baja puesto que para este periodo no se cumplió con las expectativas, principalmente por el aumento de los costos de

materias primas en USD lo que ha presionado el margen de EBITDA, algunas de las presiones proceden del aumento de la carne de res generado, no por el paro camionero si no porque se inició exportaciones de ganado vivo, asimismo el aumento del precio del café y azúcar hizo que afectara en gran parte los determinantes del precio de la acción.

Por otra parte, las ventas disminuyeron al excluir lo facturado en Venezuela ya que las inversiones en dicho país serán tomadas como instrumento financiero, para lo cual cualquier ingreso proveniente de la subsidiaria de Venezuela se asignara en el P&G solo cuando se refleje una distribución de dividendos lo que no se espera a corto plazo.⁸⁰

Uno de los factores que más afecta el precio de la acción de GRUPO NUTRESA S.A. para el año 2016 fue la volatilidad en los precios de materias primas en USD, ya que las variaciones del precio del dólar fueron muy significativas. Por otra parte, la situación económica del país Venezuela hizo que la planta de producción cerrara sus instalaciones y los resultados obtenidos en ese país no fueron llevados a los estados de resultados consolidados, sino que se reclasificaron como instrumentos financieros.

1.3 VALORACION

Se elaboró la valoración del Grupo Nutresa S.A a través del flujo de caja libre descontado entre el año 2014 al año 2021 teniendo en cuenta una tasa de descuento del 7.48% proveniente del costo promedio ponderado (WACC), un gradiente de crecimiento del 2.0% la cual se aplicó para los 4 años proyectados, se utilizó este método tradicional por que se basa en medir la capacidad de la empresa de generar riqueza futura; El precio obtenido de la acción fue de \$29.222 lo cual muestra que la compañía seguirá generando valor para el 2017 con una rentabilidad no muy significativa pero no destruye valor.

Tabla 39: Valoración a través del método de flujo de caja libre.

Gradiente de crecimiento	2,00%
Valor de continuidad	19951222,71
WACC	7,48%
Acciones en circulación	460123468
Valor presente flujo de caja libre del periodo relevante	\$ 2.322.889,45

⁸⁰ GRUPO BANCOLOMBIA, Análisis Bancolombia, Investigación en Renta Variable –Resultados Trimestrales,[en línea], [revisado 11 de Agosto 2017]. Disponible en internet: <file:///F:/Documents/VALORACION%20DE%20EMPRESAS/BANCOLOMBIA.pdf>

Valor presente del periodo de continuidad	\$ 13.908.106,25
Valor de las operaciones	\$ 16.230.995,70
Activos no operativos	120503
Exceso de efectivo	219322
Valor presente de los pasivos	3125118
Valor del patrimonio	\$ 13.445.702.695.415,60
Valor acción	\$ 29.221,95

Fuente: Elaboración propia.

Valor Económico Agregado

En los últimos tres años se puede ver que el Grupo Nutresa ha tenido un crecimiento de su Valor Económico Agregado (Economic Value Added) por sus siglas en inglés, presenciando un incremento en un 54,43% de 2015 al 2016 generando valor por 420.261 expresado en millones de pesos por encima de la UODI mínima a obtener, este crecimiento se debe a sus constantes innovaciones y creación de alianzas estratégicas fuertes a nivel mundial que hace que la empresa este entre las primeras empresas en procesamiento de alimentos en el mundo.

Tabla 40: Análisis del EVA

	2.014	2.015	2.016
EVA	244.396	278.609	430.261
UODI OBTENIDA	530.456	599.124	785.438
UODI MINIMA A OBTENER	286.060	320.515	355.177
ACTIVOS NETOS DE OPERACIÓN	3.911.502	4.496.106	4.435.624

Fuente: Elaboración propia.

Análisis de sensibilidad

Dada la siguiente simulación del precio de la acción ante variaciones del gradiente de crecimiento "G" y del costo promedio ponderado de capital (WACC) se obtuvo un precio mínimo de \$ 20.056 si el costo promedio ponderado de capital aumenta en el 1% y el gradiente de crecimiento disminuye en el 1%, asimismo se obtuvo un precio máximo de \$ 48.942 con un aumento del gradiente de crecimiento de 1% y una disminución en el costo promedio ponderado de capital de -1%, esta simulación conlleva a corroborar el valor del precio esperado de \$ 29.222 al cierre del 2017.

Tabla 41: Simulación del precio de la acción ante variaciones del costo promedio ponderado de capital y el gradiente de crecimiento

	WACC					
		-1%	-0,50%	ESPERADO	0,50%	1%
"G"	-1%	30.756	27.393	24.560	22.142	20.056
	-0,50%	33.934	29.978	26.696	23.930	21.570
	ESPERADO	37.821	33.083	29.222	26.018	23.318
	0,50%	42.684	36.880	32.255	28.486	25.358
	1%	48.942	41.630	35.964	31.449	27.769

Fuente: Elaboración propia.

ANALISIS DE LA INDUSTRIA.

TAMAÑO DE LA INDUSTRIA.

La industria alimenticia y de bebidas en Colombia creció en un 3.2% real anual, un incremento mayor al promedio de la industria que es de 1.5% anual, todo esto fomentado por el consumidor, la innovación y la apertura de nuevos mercados.

En síntesis, el período 2012-2015 fue un excelente periodo para la industria sin embargo han comenzado a aparecer señales de moderación en la dinámica del sector para el cierre de 2016 y 2017 las cuales son la devaluación de la tasa de cambio, los efectos negativos del Fenómeno de El Niño y la desaceleración en el consumo de los hogares le han restado dinamismo a la industria alimenticia. Por el momento, el sector de bebidas es el que continúa jalonando a toda la industria alimenticia, pero existe incertidumbre por su desempeño en el 2017, dado el efecto que podría tener sobre el sector la posibilidad de gravar las bebidas azucaradas, elemento incluido en el proyecto de Ley de reforma tributaria estructural

Figura 23: Grafica desempeño en el sector de alimentos y bebidas.



Fuente: Tomado informe ANIIF.

El subsector de bebidas creció al 11.4% real fomentado por la ola de calor que trajo consigo el fenómeno climático de El Niño en el primer trimestre de 2016 aumentando la demanda de bebidas frías.

Los productos cárnicos crecieron en un 3.6% real, de acuerdo a la producción de pollo y cerdo la cual mantuvo su crecimiento, por lo contrario, la producción de carne de res sigue retirándose de acuerdo a la continuidad de la fase de retención ganadera, implementación del menor consumo de carnes rojas.

Por otro lado, la industria láctea creció en un 1.6% pasando de 3.2 a 3.3 billones de litros en el último año, los productos de molinería y panadera crecieron un 5.3% este crecimiento se obtuvo gracias a la recuperación de la producción de arroz en el país obteniendo 2.7 toneladas.

Finalmente, la industria azucarera mostró un decrecimiento del -6.8% en la producción en los últimos doce meses a agosto de 2016. El desempeño reciente del sector ha estado condicionado por varios factores: los efectos negativos del Fenómeno de El Niño, la menor dinámica del mercado de etanol en el país, la multa de la SIC a doce ingenios azucareros por prácticas anticompetitivas.

En el último año, la devaluación de la tasa de cambio y el repunte en los precios internacionales del azúcar han actuado como mecanismo compensatorio para este sector.

Lo anterior indica que la industria tiene muchos factores que influyen sobre su crecimiento y rentabilidad, pero este se debe a la evolución sobre hábitos de vida saludable que cada vez son más importantes para los consumidores puesto que ahora se necesita tener relación con precio-calidad y beneficios para poder incursionar productos en el mercado.⁸¹

2.2 FACTORES MACROECONÓMICOS.

La industria se enfrenta a muchos factores macroeconómicos que son positivos o negativos de acuerdo con su sector, algunos de ellos influyen de forma permanente en la empresa los cuales son:

La economía del país: ya que en estos momentos tenemos una política contractiva esto debido a la inflación puesto que no contamos con una rotación constante del dinero debido a la tasa de interés.

Devaluación del peso colombiano con respecto a otras monedas.

Altos costos de financiamiento

Grado de industrialización: Grupo Nutresa requiere cada vez más cambios tecnológicos en la cual afecta los productos y al proceso mismo de producción.

DESCRIPCION DE LA COMPAÑÍA.

3.1 HISTORIA, LOCALIZACION E INFRAESTRUCTURA.

Historia

Grupo Nutresa S.A. y sus sociedades subsidiarias constituyen un grupo integrado y diversificado de la industria de alimentos que opera principalmente en Colombia y Latinoamérica.

⁸¹ANIF, Alimentos y bebidas: Desempeño reciente del sector [en línea], [revisado 17 de septiembre 2017]. Disponible en internet: <http://anif.co/sites/default/files/nov21-16.pdf>

Grupo Nutresa nace a comienzos del siglo XX en medio del desarrollo industrial colombiano. En 1920 nace la Compañía Nacional de Chocolates Cruz Roja, convertida más adelante en Compañía Nacional de Chocolates S.A. -CNCH-.

A principios del siglo XXI, la empresa se convierte en una sociedad matriz bajo el nombre de Inversiones Nacional de Chocolates S.A., más adelante convertida en Grupo Nacional de Chocolates S.A. y posteriormente en Grupo Nutresa S.A., nombre que recoge todas las categorías de alimentos del grupo y fortalece el vínculo de todas sus marcas con la salud, la nutrición y el bienestar.

Desde esa fecha, Grupo Nutresa ha acelerado su proceso de expansión con la adquisición de empresas de gran tradición y reconocimiento en la región estratégica.

1920: Nació compañía de chocolates Cruz roja, y en 1924 se convirtió en compañía nacional de chocolates, después de su arreglo amigable con la cruz roja internacional para no confundir roles organizacionales.

1933: La compañía nacional de chocolates se hace accionista de Galletas Noel. Este es el paso para la conformación del grupo empresarial que se tiene hoy en día.

1960: Adquisición Nacional del negocio Cárnico por parte de Galletas Noé, que posteriormente se consolidaría a través de las empresas industria de alimentos Zenú S.A.S y Alimentos Cárnicos S.A.S

1993: Fundación de Dulces de Colombia S.A como parte del proceso de especialización de los negocios que se comienza a desarrollar en la década de los 90.

1995: Fundación de la primera empresa comercializadora en el exterior, Corporación Distribuidora de Alimentos S.A – Cordialsa, en Ecuador.

1996: Adquisición internacional de Industrias Alimenticias Hermo de Venezuela S.A la primera operación industrial fuera de Colombia, fortaleciendo al Negocio Cárnico.

2000: Fundación de Novaventa S.A empresa dedicada a la venta de los productos de las compañías de alimentos en “canales y máquinas dispensadoras”

2006: Cambio de nombre Inversiones Nacional de Chocolates S.A cambia de denominación por grupo nacional de Chocolates S.A reflejando la nueva estructura y visión de sus negocios.

2011: Cambio de nombre, Grupo Nacional de Chocolates S.A cambia de denominación por grupo Nutresa. S.A representado todas las categorías de alimentos y empresas del grupo.

2014: Adquisición del Grupo El Corral es de gran relevancia para grupo Nutresa, pues nos ubica como el líder en la operación de restaurantes en Colombia.⁸²

Localización

El Grupo Nutresa S.A tiene presencia en diez (10) países como Estados Unidos, México, República Dominicana y el Caribe, Venezuela, Colombia, Ecuador, Perú, Chile, Centro América y Malasia, en Colombia cuenta con 20 sedes situadas estratégicamente para control y eficiencia de la compañía en Colombia

Infraestructura.

Grupo Nutresa S.A desarrolla importantes proyectos en sus ocho unidades de negocios a través de sus 40 filiales y 21 subsidiarias, con la colaboración de 45.618 empleados en Colombia y en el Exterior asimismo cuenta con 1.237.000 puntos de venta y 12.991 vendedores , repartidos en 10 países como son: Estados Unidos, México, República Dominicana y el Caribe, Venezuela , Colombia, Ecuador, Perú, Chile, Centro América y Malasia para un total de 46 plantas de producción y presencia en 14 países con red de distribución.

⁸² GRUPO NUTRESA, Pagina Principal, Historia, [en línea], [revisado 19 de Junio 2017]. Disponible en internet: <https://www.gruponutresa.com/historia/>

Figura 24: Presencia del Grupo Nutresa en la Región Estratégica.



Fuente: informe integrado 2016.

3.2 ANALISIS FODA: FORTALEZAS, OPORTUNIDADES, DEBILIDADES Y AMENAZAS.

A continuación, se presenta la matriz DOFA del Grupo Nutresa.

Tabla 42: Análisis FODA Grupo Nutresa.

FORTALEZAS	DEBILIDADES
<p>Empresa líder en el mercado colombiano en sus 8 unidades de negocio.</p> <p>Capacitación constante del personal del Grupo Nutresa.</p> <p>Adquisición de grandes alianzas estratégicas que le permiten al Grupo Nutresa expandirse en mercados nuevos.</p> <p>Excelente manejo publicitario tanto de la razón social como de las marcas posicionadas en el mercado</p>	<p>Continuo avance de la tecnología en materia de industrialización para las plantas de producción.</p> <p>Sobre costos por falta de distribución directa.</p> <p>Dificultades de la exportación de las unidades de cárnicos por sus altos costos de transporte y almacenamiento.</p> <p>Segmentación de sus unidades de negocio para poder incursionar en el mercado internacional de cada país.</p>
OPORTUNIDADES	AMENAZAS
<p>Usufructuar mercados internacionales en los cuales se tiene productos reconocidos para fortalecer alianzas.</p> <p>Adquisición de productos líderes en mercados internacionales para así adquirir reconocimiento en países estratégicos.</p> <p>Utilizar el TLC con Estados Unidos para poder incursionar marcas en su mercado.</p> <p>Creación de nuevas plantas de producción en países donde no se tiene distribución directa.</p> <p>Dinamizar su imagen en la población en cuanto al desarrollo sostenible.</p> <p>Explotación de nuevos mercados en continentes donde no se tiene acogida de las marcas.</p>	<p>Posicionamiento de multinacionales en el mercado de alimentos en Colombia.</p> <p>Nuevos productos “sustitutos”</p> <p>Competencia agresiva con precios bajos.</p> <p>Nuevos gustos o hábitos de los consumidores.</p>

Fuente: Elaboración propia.

3.3 PRODUCTOS Y SERVICIOS.

Grupo Nutresa S.A ofrece al consumidor alimentos y experiencias de marcas reconocidas y apreciadas, segmentada de acuerdo a las necesidades y demandas de la población , Grupo Nutresa en su estructura empresarial cuenta con gran variedad de productos que nutren, generan bienestar, placer y brindan a la población gran variedad de productos de la misma línea con características propias que hacen que la empresa sea más diversificada y tenga mucha más acogida de los consumidores gracias a sus opciones de productos para cada persona; pero en especial Grupo Nutresa se distingue en la industria de alimentos por la mejor relación precio/calidad.

Figura 25: Estructura empresarial por unidades de negocio.



Fuente: Grupo Nutresa

3.4 ESTRATEGIA.

Las características y la constante evolución de la región estratégica donde se desarrollan los mercados de Grupo Nutresa plantean el reto de generar estrategias de expansión y posicionamiento que le permitan al Grupo Nutresa la apertura de nuevos mercados.

El Grupo Nutresa plantea una estrategia centenaria dirigida a duplicar al año 2020, las ventas del año 2013, con una rentabilidad sostenida entre el 12% y el 14% de margen EBITDA. Para lograrla, ofrece a los consumidores alimentos y experiencias de marcas conocidas y queridas, que nutren, generan bienestar y placer; que se distinguen por la mejor relación precio/valor; disponibles ampliamente en la región estratégica; gestionadas por gente talentosa, innovadora, comprometida y responsable, que aporta al desarrollo sostenible.⁸³

3.5 DESARROLLOS RECIENTES.

El año 2016 y primer trimestre de 2017 muestra un campo alentador para la innovación en sus productos y nuevas inversiones para el Grupo Nutresa, de acuerdo con Nielsen el 23% de la canasta familiar de los hogares corresponde a productos saludables y el 90% de las personas esta dispuestas a pagar más para adquirir artículos que generan beneficios saludables.

Esa es la razón por la que el Grupo Nutresa, a través de Tosh y Galletas Noel y la reconocida confitería Colombina le está apostando a la incursión de estos productos en su portafolio, de acuerdo a esto el presidente de Nutresa Carlos Ignacio Gallego menciona que en el 2017 el Grupo Nutresa invertirá 200.000 millones de pesos en la red de distribución y equipos para ampliar su capacidad de producción, por esta razón la gerente de marca Tosh habló sobre la innovación más reciente de Nutresa: una línea de Snack horneados de cuatro sabores (Queso y Albahaca, Multicereal y Quínoa, Maíz Dulce) producto que está a la espera de recibir la patente, este lanzamiento del nuevo producto se dio luego de dos años de investigaciones y una inversión cerca de US \$1 millón en tecnología para el equipo de desarrollo Noel.⁸⁴

En cuanto a Starbucks, marca en la que comparte participación con Alsea, tiene un plan de más de 50 aperturas de puntos de venta para los primeros 5 años tras la excelente acogida en Medellín

⁸³ INFORME INTEGRADO 2016, Grupo Nutresa 2016 [en línea], [revisado 15 de Julio 2017]. Disponible en internet: file:///F:/Documents/VALORACION%20DE%20EMPRESAS/Informe_Integrado_2016.pdf

⁸⁴ LA REPUBLICA LR, Noticias Nutresa [en línea], [revisado 25 de Agosto 2017]. Disponible en internet: <https://www.larepublica.co/empresas/nutresa-y-colombina-apuestan-por-linea-de-productos-saludables-2538707>

luego de haber sido su lanzamiento oficial en Bogotá el objetivo es seguir expandiendo la marca por todo el territorio Nacional.⁸⁵

El Grupo Nutresa busca entrar a competir en el negocio de máquinas multibebidas; es decir, que sirven para preparar café, té o chocolate en cápsulas. A través de su negocio de café, acaba de lanzar las ‘Cápsulas Express Nutresa’, equipos que cuentan con tecnología italiana y el respaldo de Hacerb. Según cifras de la analista Dunnhumby, este segmento de mercado viene creciendo a tasas superiores a 80% y existe un potencial de un millón de hogares en Colombia para el ingreso de estos sistemas de preparación de bebidas. Miguel Moreno Múnera, presidente del negocio de café, asegura que la empresa ve en este segmento una gran oportunidad y por eso desarrolló el producto pensado para un consumidor más diverso. Las máquinas permiten preparar bebidas de las marcas Sello Rojo, Colcafé, Matiz y Corona.

3.6 ANÁLISIS DE LOS COMPETIDORES.

De acuerdo a la Tabla 5 anterior nos muestra el ranking de las 12 industrias de alimentos más importantes en Colombia, entre las 3 compañías locales y líderes de consumo hay más de 60 marcas reconocidas y consumidas en la canasta familiar de los colombianos.

Comenzando por el Grupo Nutresa, que actualmente tiene ocho unidades de negocio: carnes frías, galletas, chocolates, café, Tresmontes Lucchetti (Tmluc), helados, pastas entre otros.

Tabla 43: Empresas más grandes de Colombia - Alimentos

PUESTO SECTOR	EMPRESA	INGRESOS OPERACIONALES		UTILIDAD OPERACIONAL		UTILIDAD NETA		PATRIMONIO	
		2016	VAR.(%)	2016	VAR.(%)	2016	VAR.(%)	2016	VAR.(%)
1	GRUPO NUTRESA (8)	8.676.640	9,2	814.971	4,1	395.734	-7,6	8.384.960	5,4
2	COLANTA	2.071.047	2,2	21.354	81,5	16.970	50	460.125	2,9
3	ALPINA (35)	2.037.488	9,9	213.694	24,9	82.274	135,3	73.285	-59
4	COLOMBINA (39)	1.749.181	8,6	153.159	35,4	57.248	13,4	236.552	-22,3
5	GRUPO MANUELITA (45)	1.521.130	14,8	254.135	57,3	113.400	256,9	1.500.349	5,1
6	NESTLÉ DE COLOMBIA	1.511.875	13,8	208.813	19,3	109.772	84,9	155.554	22,1
7	QUALA	1.381.911	12,8	n.d.	n.a.	n.d.	n.a.	n.d.	n.a.
8	RIOPAILA CASTILLA (56)	1.119.178	15,3	121.034	64,1	59.922	265	520.227	7,7
9	INCAUCA	1.033.872	11,5	187.083	71,7	149.191	159,3	1.141.441	17,8
10	ALQUERÍA (66)	930.808	1,9	60.870	11,8	48.910	512	197.330	31,4
11	HARINERA DEL VALLE	815.496	11	29.874	22,5	22.894	-29,4	971.658	15,2
12	INGENIO PROVIDENCIA	751.267	12,3	160.508	35,3	80.478	12,8	672.839	7,6

Fuente: Publicación Revista Semana Abril 2017- cifras en Millones de pesos.⁸⁶

⁸⁵ PORTAFOLIO, Noticias Nutresa [en línea], [revisado 20 de Agosto 2017]. Disponible en internet: <http://www.portafolio.co/negocios/empresas/restaurantes-nuevo-objetivo-de-nutresa-504557>

⁸⁶ SEMANA, 100 Empresas – las empresas mas grandes de Colombia por Sectores, publicado el 29 de abril 2017 [en línea], [revisado 18 de Agosto 2017]. Disponible en internet: <http://www.semana.com/100-empresas/articulo/100-empresas-2017-las-empresas-mas-grandes-de-colombia-por-sectores/523688>

La organización dirigida por Carlos Ignacio Gallego, tiene presencia directa en 14 países, con más de 40 plantas de producción, cuenta con solo dos marcas menos que Colombina, para un total de 30. Además de los productos de la canasta familiar como Choco listo, Saltín Noel o Colcafé ha ido abriéndose terreno en el negocio de la comida rápida y bares con Papa Johns, Beer Station, El Corral y Leños & Carbón ; siguiendo los pasos se encuentra la compañía global de alimentos Colombina S.A empresa que busca cautivar al consumidor a través de la innovación y el sabor de sus productos, su sede principal se encuentra en el Valle del Cauca, Colombia.

Colombina Cuenta con más de 84 años de experiencia en la fabricación y comercialización de alimentos. Actualmente ofrece un amplio portafolio de productos en diferentes líneas: confitería, galletería, pastelería, salsas, conservas y helados. Adicionalmente realiza la distribución exclusiva de marcas tradicionales en Colombia como Café Buendía y Van Camp's. La Compañía exporta sus productos a más de 45 países del continente Americano, África, Asia y Europa. Es uno de los mayores empleadores del país con más de 6.500 colaboradores y un total aproximado de 9.500 personas en todo el mundo; tiene 120 mil clientes directos y 70 mil clientes indirectos en Colombia, asimismo cuenta con 22 mil clientes directos 564 clientes indirectos en el mundo.

Colombina cuenta con diversas plantas de producción estratégicamente distribuidas entre las principales ciudades de Colombia.

En el top 7 se encuentra la multinacional Quala S.A. es una empresa colombiana de consumo masivo dedicada a la producción y comercialización de productos pertenecientes a las categorías de bebidas, culinarios, cuidado personal, golosinas y congelados. La multinacional tiene presencia en ocho países de la región, que tiene 28 referencias, Su sede principal está ubicada en Bogotá (Colombia) y tiene presencia directa en México, República Dominicana, Ecuador, Perú, Guatemala, El Salvador, Honduras y Nicaragua.⁸⁷

Se puede evidenciar que las compañías de alimentos colombianas se esfuerzan más por incursionar marcas y productos innovadores para así lograr mayor comercio en el país, por el contrario las compañías internacionales no se preocupan crear marcas potenciales para los países internacionales como Colombia si no más bien en incursionar marcas estratégicas ya creadas.

⁸⁷ LA REPUBLICA LR, Empresas- Los grupos Colombina, Nutresa y Quala son los líderes del consumo familiar, publicado el 01 de Mayo de 2015 [en línea], [revisado 5 de Agosto 2017]. Disponible en internet: <https://www.larepublica.co/empresas/los-grupos-colombina-nutresa-y-quala-son-los-lideres-del-consumo-familiar-2250676>

4. DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES.

El grupo Nutresa cuenta con 3 Órganos para fines de dirección, administración y presentación los cuales son: La asamblea de accionistas, La junta directiva y presidencia.

La junta directiva del Grupo Nutresa S.A es elegida para periodos de (2) dos años por la asamblea general de accionistas la cual esta compuesta por siete (7) miembros o consejeros principales los cuales tres (3) de ellos son miembros independientes.

Tabla 44: Miembros Junta directiva Grupo Nutresa S.A

Antonio Mario Celia Martínez-Aparicio 2005* Comité de Finanzas, Auditoría y Riesgos. Comité de Nombramientos y Retribuciones. Comité de Gobierno Corporativo y de Asuntos de Junta. Comité de Planeación Estratégica y de Sostenibilidad.	Jaime Alberto Palacio Botero 2005* Comité de Finanzas, Auditoría y Riesgos. Comité de Gobierno Corporativo y de Asuntos de Junta.
Mauricio Reina Echeverri 2007* Comité de Finanzas, Auditoría y Riesgos. Comité de Nombramientos y Retribuciones. Comité de Gobierno Corporativo y de Asuntos de Junta. Comité de Planeación Estratégica y de Sostenibilidad. Investigador Asociado Fedesarrollo	Cipriano López González 2016* Comité de Finanzas, Auditoría y Riesgos. Gerente General Industrias Haceb. Experiencia previa: Gerente Comercial Industrias Haceb. Director de Compras y Negociación Bavaria S.A.
David Emilio Bojanini García 2005* Comité de Nombramientos y Retribuciones. Comité de Gobierno Corporativo y de Asuntos de Junta. Comité de Planeación Estratégica y de Sostenibilidad.	Gonzalo Alberto Pérez Rojas 2007* Comité de Finanzas, Auditoría y Riesgos. Presidente Suramericana S.A.
María Clara Aristizábal Restrepo 2013* Comité de Planeación Estratégica y de Sostenibilidad.	MIEMBROS PRINCIPALES:

Gerente Negocio Desarrollo Urbano Grupo Argos S.A. .	<ol style="list-style-type: none">1. Antonio Mario Celia Martínez.2. Jaime Alberto Palacio Botero.3. Mauricio Reina Echeverri.4. Cipriano López González. <p>MIEMBROS INDEPENDIENTES:</p> <ol style="list-style-type: none">5. David Emilio Bojanini García.6. Gonzalo Alberto Pérez Rojas.7. María Clara Aristizábal Restrepo.
---	---

Fuente: Elaboración Propia.⁸⁸

El cuerpo directivo conformado por el Grupo Nutresa esta segmentado de acuerdo a cada unidad de negocio y área geográfica para mayor cobertura y efectividad, por esta razón cada rol corporativo de la empresa se enfoca procesos estructurados de presupuesto, planeación y proyección para así poder garantizar la disponibilidad de la información adecuada para la toma de decisiones de Nutresa, asimismo se pretende obtener objetivos y metas de mediano y largo plazo para la generación de valor a los accionistas.

⁸⁸ INFORME INTEGRADO, Grupo Nutresa Informe integrado 2016 Pagina 23, Junta Directiva , [en línea], [revisado 25 de Julio 2017]. Disponible en internet: file:///F:/Documents/VALORACION%20DE%20EMPRESAS/Informe_Integrado_2016.pdf

Figura 26: Equipo Directivo Grupo Nutresa S.A


Fuente: Informe Integrado 2016.⁸⁹

La presidencia de Grupo Nutresa tiene el reto de liderar de la mano un equipo directivo competente, formulando estrategias corporativas y asegurando que estas se despliegue eficientemente en las diferentes áreas, con un equipo humano talentoso y comprometido.

El Vicepresidente - Secretario General desempeña un papel estratégico en la compañía al apoyar los procesos de expansión del Grupo, vía adquisiciones y de crecimiento orgánico, tanto en Colombia como en el exterior. Las principales áreas de acción son: adquisiciones y fusiones, derecho societario, derecho comercial, contratos, derecho procesal, propiedad intelectual y asuntos regulatorios del sector de alimentos. La Vicepresidencia debe velar, además, por mantener un monitoreo juicioso de las mejores prácticas de gobierno corporativo en el mundo y promover su

⁸⁹ INFORME INTEGRADO, Grupo Nutresa Informe integrado 2016 Pagina 22 – Equipo Directivo, [en línea], [revisado 25 de Julio 2017]. Disponible en internet: file:///F:/Documents/VALORACION%20DE%20EMPRESAS/Informe_Integrado_2016.pdf

implementación en la Organización de la mano con la Vicepresidencia - Secretaría General. Adicionalmente, asegurar la implementación, comunicación y reporte del proceso de gestión integral de riesgos en todas las compañías e instancias de Grupo Nutresa.

Cada Vicepresidencia se enfoca en la constante innovación garantizando el crecimiento sostenible de Grupo Nutresa. La capacidad de innovar no se limita solo al desarrollo de nuevos productos, sino que se extiende también a los modelos de negocio, esquemas de distribución, tecnologías y reformulación de productos. Este es el reto de la Vicepresidencia: pensar la innovación en todo nivel logrando que sea efectiva y radical, para entregar valor a nuestros consumidores y accionistas.

De acuerdo al compromiso de cada área en que se divide la compañía, es lo que ha hecho que el Grupo Nutresa sea la compañía líder en procesamiento de alimentos en el mundo por su relación precio/calidad y principalmente por su innovación y cobertura total del consumo de necesidades básicas de los usuarios.

5. ANÁLISIS DEL ACCIONISTA.

5.1 PRINCIPALES ACCIONISTAS

La empresa Grupo Nutresa esta dedica a la producción y ventas de productos alimenticios compuesta por inversionistas privados nacionales e extranjeros de donde el inversionista mayoritario es el Grupo suramericana con el 34,38% y actualmente la compañía cuenta con un total de 460.123.458 acciones ordinarias en circulación.

Tabla 45: Composición Accionaria 2016.

NOMBRE ACCIONISTA	CANTIDAD DE ACCIONES	% DE PARTICIPACION
GRUPO DE INVERSIONES SURAMERICANA S.A	160.270.588	34.83%
GRUPO ARGOS S.A	45.243.781	9.83%
FONDO DEPENDENCIAS OBLIGATORIAS PROTECCION MODERADO	20.503.853	4.46%
AMALFI S.A	11.296.142	2.46%
MICROINVERSIONES S.A	10.751.984	2.34%
FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS COLFONDOS MODERADO	7.933.252	1,72%
FONDO BURSATIL ISHARES COLCAP	7.286.274	1.58%
LIBREVILLE S.A.S	5.514.904	1.20%
NORGES BANK-CB NEW YORK	4.971.113	1.08%
FUNDACION FRATERNIDAD MEDELLIN	4.500.000	0.98%
FINESTERRE S.A.S	3.806.654	0.83%
NEW WOLRD FUND INC	3.341.557	0.73%
OLD MUTUAL FONDO DE PENS OBLIGATORIAS MODERADO	3.110.064	0.68%
PALACIO RESTREPO CLARA INES	2.804.653	0.61%
CANAPA S.A.S	2.754.510	0.60%
LUNAPA S.A.S	2.754.510	0.60%
LANAPA S.A.S	2.754.509	0.06%
PALACIO RESTREPO ANA MARIA	2.343.636	0.51%

Fuente : Grupo Nutresa.⁹⁰

⁹⁰ GRUPO NUTRESA, Composición Accionaria Septiembre de 2016 – [en línea], [revisado 15 de Agosto 2017]. Disponible en internet: <https://www.gruponutresa.com/wp-content/uploads/2015/11/grupo-nutresa-s-a-composicion-accionaria-fecha-de-corte-septiembre-30-de-2016.pdf>

5.2 LIQUIDEZ ACCIONARIA.

La Bursatilidad es un indicador que considera el desempeño, durante los últimos 6 meses, de una acción determinada en el mercado accionario, y nos sirve para identificar el grado de liquidez que tienen dichas acciones. Por su grado de Bursatilidad, las acciones se pueden clasificar como de Alta, Media y baja ; las acciones de Alta Bursatilidad tienen un grado mayor de realización en el mercado por el gran volumen de acciones que se operan diario, mientras que las de media y baja muestran volúmenes de operación inferiores, y en algunos casos prácticamente nulos, Así mismo, las empresas con mayor bursatilidad tienen menos volatilidad en el precio de la acción.⁹¹

La Bursatilidad de una acción establece su facilidad de ser comprada o vendida, de acuerdo a lo mencionado anteriormente de acuerdo a la información arrojada por la bolsa de valores de Colombia el Grupo Nutresa se encuentra en el rango de bursatilidad ALTA lo cual quiere decir que tiene buena liquidez accionaria y tiene buena compra venta en el mercado accionario.

5.3 POLITICA DE DIVIDENDOS.

Los dividendos son la parte de los beneficios corporativos que se le asigna a los accionistas.

Cuando una empresa obtiene beneficios, la dirección decide si lo vuelve a invertir en el negocio o si se lo paga a los accionistas en forma de dividendos. Las empresas más estables eligen mantener el equilibrio reinvertiendo un porcentaje y pagar el resto como dividendos, lo que puede hacerse en efectivo o en forma de acciones. De acuerdo a la anterior definición en la reunión ordinaria del 29 de Marzo de 2017 la asamblea general de accionistas aprobó un dividendo mensual por acción de COP 44,5 para el período comprendido entre abril de 2017 y marzo de 2018. Este representa un incremento del 7,2% frente al dividendo vigente de COP 41,5.

Fecha de pago: El dividendo se paga entre el 15-25 de cada mes.⁹²

6. RIESGOS DE INVERSIÓN.

6.1 PRINCIPALES RIESGOS QUE ENFRENTA LA EMPRESA Y DE QUÉ MANERA LOS MITIGA.

⁹¹ BURSATILIDAD, Definición Propia de Bursatilidad – [en línea], [revisado 20 de Agosto 2017]. Disponible en internet: https://www.economia.com.mx/bursatilidad_de_las_acciones.htm

⁹² BVC COLOMBIA , Mercado en Línea Nutresa, Características de la Acción – [en línea], [revisado 28 de Julio 2017]. Disponible en internet: <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/enlinea/acciones>.

El Grupo Nutresa cuenta con 3 Principales Riesgos:

Volatilidad en precios de las materias primas y en tasas de cambio.

Mitigantes:

Políticas de cobertura con niveles de riesgo claramente definidos, alineados con los cambios del mercado y gestionadas por un comité especializado.

Un equipo altamente capacitado dedicado al seguimiento y negociación de insumos.

Búsqueda permanente de nuevas oportunidades y esquemas para el abastecimiento eficientes y competitivo de materias primas a nivel global.

Diversificación de materia primas.

Afectación de los negocios por un entorno altamente competitivo

Mitigantes:

Modelo de Gestión de marcas y redes sustentado en el entendimiento profundo e integrado del mercado: consumidor, comprador, cliente.

Marcas líderes, reconocidas y apreciadas.

Amplia red de distribución con propuestas de valor diferenciadas por segmento de clientes.

Propuestas atractivas con excelente relación precio/valor.

Innovación valorizada y diferenciación de portafolio.

Desarrollo rentable de mercados.

Identificación de oportunidades a partir de cambios culturales

Regulaciones en materia de nutrición y salud en los países donde se tiene presencia.

Mitigantes:

Monitoreo del entorno para estudiar la situación de nutrición y salud de la región estratégica, anticipar las necesidades de las comunidades para proponer alternativas de mejora a las situaciones de malnutrición, conocer los procesos de reglamentación y participar en su construcción.

Cumplimiento de las normas aplicables a preparación para las que se encuentran en elaboración.

Aplicación de la política de nutrición definida por Grupo Nutresa.

Desarrollo de investigaciones en salud y nutrición que permitan mejorar la calidad de vida de la población a través de propuestas alimentarias innovadoras.

Apoyo y participación en programas que promueven una vida saludable.

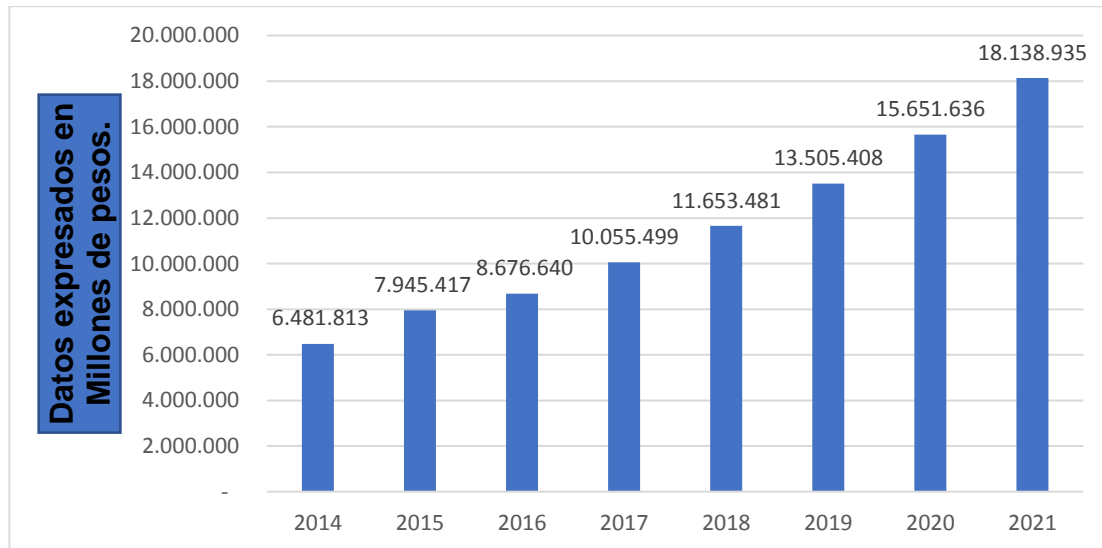
Vidarium: centro de investigación en nutrición.⁹³

7. EVOLUCION HISTORICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

7.1 SUPUESTOS DE OPERACIÓN.

Grupo Nutresa históricamente presenta una tendencia favorable aumentando sus ingresos en un promedio de 16% este incremento se debe a las alianzas y apertura de mercados tanto nacionales como internacionales, el Grupo Nutresa le apuesta a la innovación constante y red de distribución propia que hace que los productos estén al alcance de cualquier país del mundo.

Figura 27. Ingresos operacionales.



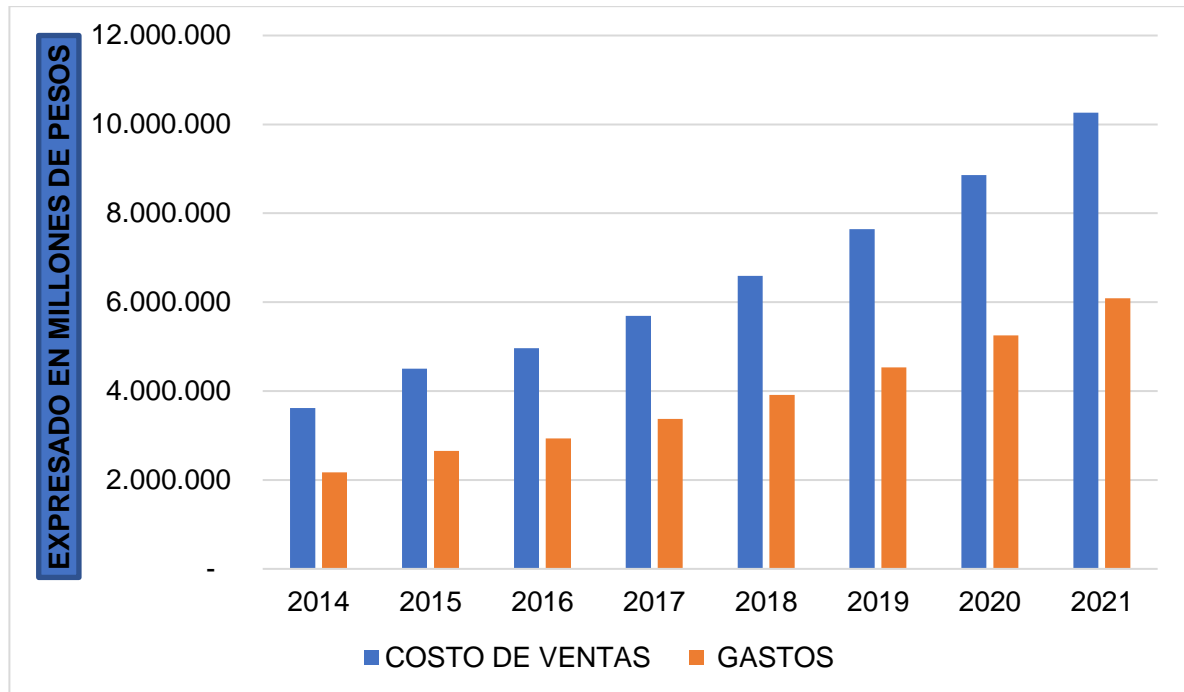
Fuente: Elaboración propia apoyado en los valores históricos del Grupo Nutresa.

⁹³ GRUPO NUTRESA, Informe Integrado 2016- Gestión Integral de Riesgos y Principales Riesgos del Negocio, Pagina 28 – [en línea], [revisado 5 de Julio 2017]. Disponible en internet: file:///F:/Documents/VALORACION%20DE%20EMPRESAS/Informe_Integrado_2016.pdf

7.2. COSTOS Y GASTOS DE OPERACIÓN

Los costos de ventas y gastos de la compañía representan con relación al ingreso un 57% y 34% respectivamente.

Figura 28. Evolución histórica y proyecciones de costos de ventas y gastos.

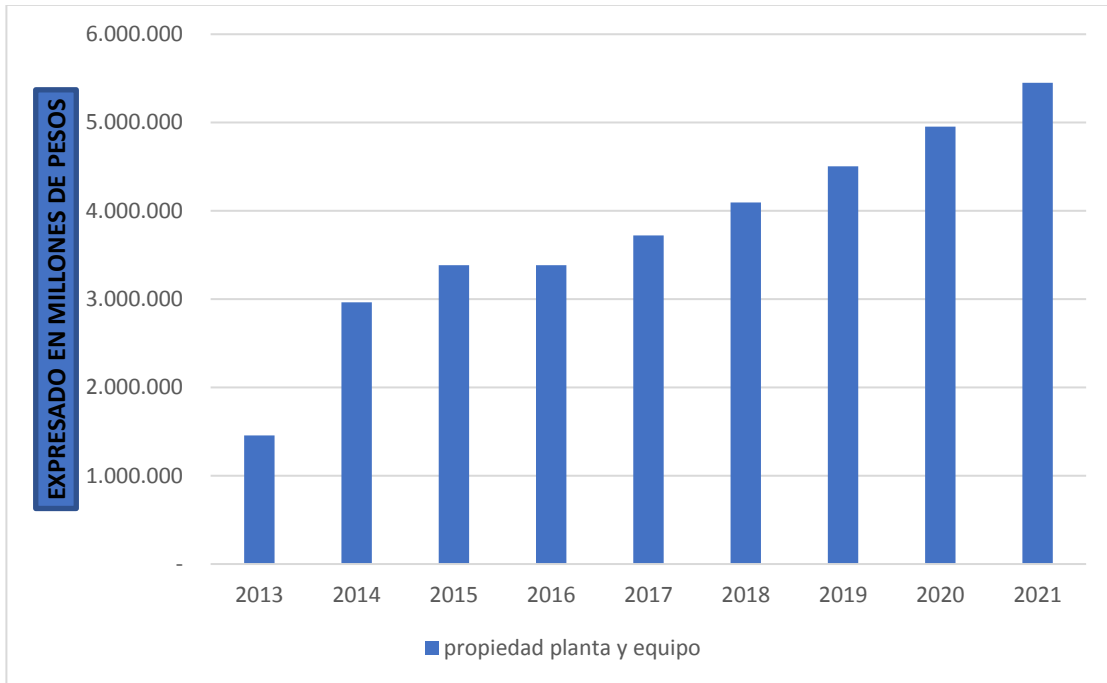


Fuente: Elaboración propia.

7.2 SUPUESTOS DE INVERSIÓN.

El Grupo Nutresa tiene un aumento año tras año en la adquisición de propiedad planta y equipo en las cuales se obtuvieron terrenos, edificios, maquinaria y plantas de producción, equipos de transporte los cuales son inversiones que son necesarias para cumplir con la demanda que tiene la compañía en el mundo. Las principales adquisiciones en 2016 se enmarcan en la compra de la planta de sacrificio de ganado bovino en el negocio cárnico, nuevas líneas de producción de pastas y galletas, y en 2015 corresponden principalmente a nuevas líneas de producción de galletas y reposición de activos en los negocios.

Figura 29. Evolución histórica y proyecciones de inversión en propiedad planta y equipo.



Fuente: Elaboración propia.

7.3 CAPITAL DE TRABAJO

La cartera es una de las variables más importantes que tiene una empresa para administrar su capital de trabajo. De la eficiencia como administre la cartera, el capital de trabajo y la liquidez de la empresa mejoran o empeoran.

Tabla 46: Capital de trabajo Grupo Nutresa.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Efectivo	415.478	391.863	286.064	219.322	490.668	568.643	659.009	763.736	885.107
Cuentas por cobrar	857.299	762.932	905.009	912.692	1.128.885	1.308.283	1.516.191	1.757.138	2.036.376
Inventarios	725.323	841.852	1.032.969	1.028.417	1.268.943	1.470.599	1.704.301	1.975.142	2.289.024
KTO	1.998.100	1.996.647	2.224.042	2.160.431	2.888.496	3.347.524	3.879.500	4.496.016	5.210.506
Cuentas por pagar	339.737	656.617	825.594	888.998	1.031.298	1.195.188	1.385.122	1.605.241	1.860.340
KTNO	1.658.363	1.340.030	1.398.448	1.271.433	1.857.198	2.152.337	2.494.378	2.890.775	3.350.166

Fuente: Elaboración Propia.

La empresa Grupo Nutresa tiene una liquidez muy positiva, al analizar las cuentas por cobrar con respecto a las cuentas por pagar, se observa que la rotación de las cuentas por pagar es de 65 días y la rotación de cuentas por cobrar es de 40 días, generando una muy buena administración del ciclo del efectivo lo que conlleva a buena liquidez de la compañía.

Las cadenas de bienes comestibles, que venden productos perecederos, generalmente tienen una alta rotación de inventario, alrededor de cada 100 días, para esos bienes. Los productos deben ser vendidos rápidamente, ya que se vencen en poco tiempo. Las pérdidas totales debidas a los productos vencidos pueden generar costes significativos.

La empresa rota el inventario cada 80 días, factor positivo para las finanzas para la empresa ya que maneja productos perecederos y deben de estar en constante salida del inventario para evitar el requerimiento del gasto de más recursos y el aumento del costo de venta

7.4. COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL HISTÓRICO

El comportamiento del costo promedio ponderado de capital (WACC), en los últimos tres años ha sido de manera proporcional, mostrando en promedio un WACC de 7,48% el cual se considera aceptable, el cual lo representa por un costo de deuda financiera en promedio de 8,65% y un costo del patrimonio de 8,85% en promedio; para la compañía la relación deuda/patrimonio la deuda representa un 44,81% y el patrimonio un 55,19%.

Tabla 47: Costo Promedio Ponderado de Capital WAAC.

	2014	2015	2016
WACC	7,31%	7,13%	8,01%
Kd	7,96%	7,59%	10,39%
KdT	5,33%	5,09%	6,96%
B1	1,11619777	1,21484664	1,19507173
Ke	8,70%	8,95%	8,90%
T%	33,00%	33,00%	33,00%

Fuente: Elaboración Propia.

IMPUESTOS.

Hasta el año gravable 2016, las rentas fiscales se gravan a la tarifa del 25% a título de impuesto de renta, exceptuando los contribuyentes que por expresa disposición manejen tarifas especiales, tales como las ubicadas en zonas francas y al 10% las rentas provenientes de ganancia ocasional.

Al impuesto sobre la renta para la equidad “CREE”, le es aplicable una tarifa del 9% de conformidad con la Ley 1739 de diciembre de 2014. Además, durante los años 2015, 2016 la Ley 1739 del 2014 estableció una sobretasa al impuesto sobre la renta para la equidad – CREE, la cual es responsabilidad de los sujetos pasivos de este tributo a las tarifas de 5%, 6% por año, respectivamente.

La reforma tributaria estructural - Ley 1819 del 29 de diciembre de 2016 – fuera de derogar el impuesto de renta para la equidad - CREE, a partir del 1 de enero de 2017 modificó la tarifa del impuesto de renta así: ⁹⁴

Tabla 48: Impuesto de Renta en Colombia.

IMPUESTOS	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
BASE	25%	25%	25%	40%	37%	33%	33%	33%
CREE		9%	9%					
SOBRE TASA CREE		5%	6%					

Fuente: Elaboración Propia.

⁹⁴ GRUPO NUTRESA, Estados Financieros Consolidados 2016 – Nota 18,3 Gasto por impuesto a la renta Pagina 40 – [en línea], [revisado 3 de Agosto 2017]. Disponible en internet: [file:///F:/Documents/VALORACION%20DE%20EMPRESAS/ESTADOS%20FINANCIEROS/EEFF-Consolidado-2016%20\(1\).pdf](file:///F:/Documents/VALORACION%20DE%20EMPRESAS/ESTADOS%20FINANCIEROS/EEFF-Consolidado-2016%20(1).pdf)

CONCLUSIONES

Grupo Nutresa es una de las empresas con mejor posición en el sector productivo a nivel nacional y con presencia a nivel internacional con 8 unidades de negocio, compañía apetecida para invertir en ella ya que tiene variables positivas de inversión y una liquidez favorable que permite obtener recursos en menor tiempo. Es una compañía con un gran recorrido histórico en el mercado de productos alimenticios, con desarrollos continuos, implementación de tecnologías que han facilitado el aumento de las utilidades.

La compañía cuenta últimamente con adquisiciones de grandes alianzas como Starbucks y el Corral que le permiten expandirse en nuevos mercados y por lo tanto la compra de propiedad planta y equipo ha aumentado de manera frecuente además que los cambios tecnológicos también han hecho que se invierta mucho más en ello, lo que realmente resulta ser una debilidad para la empresa. Pero dicha inversión se ha manifestado por el alto aumento de la demanda y oferta que tiene la compañía en el mercado nacional e internacional.

La variedad de productos es una gran fortaleza que tiene la empresa para ofrecer en los mercados y competir con grandes multinacionales, puesto que estas empresas ofrecen precios bajos en cambio por lo contrario Grupo Nutresa proporciona variedad.

La innovación constante y el desempeño de la administración ha sido de gran ayuda para la empresa además que cuenta con un equipo de trabajo altamente calificado que proporciona estrategias de mercado que hacen que la empresa siempre ocupe los primeros lugares con respecto a rentabilidad, innovación y desarrollo sostenible. De acuerdo a todo lo anterior muestra que el Grupo Nutresa es una compañía sólida que va en ascenso proporcionándole al consumidor productos que suplen las necesidades básicas de la canasta familiar.

La relación deuda-patrimonio en la compañía ha sido proporcional, lo cual hace que el costo promedio ponderado de capital sea considerablemente manejable representado por un 7.48%, de acuerdo con las exigencias de los accionistas, con el fin de generar rentabilidades positivas y se permita dar cumplimiento con las obligaciones contractuales.

A pesar de que el valor que arroja la valoración de la empresa, fue mayor al valor que se cotiza en la bolsa, no fue un valor muy significativo, por tanto se recomienda mantener las acciones, se determinó un gradiente de crecimiento 2%, puesto que la compañía se ha visto afectada por factores externos macroeconómicos, como lo es el caso de Venezuela, ya que todas las ventas obtenidas en este país, se han reclasificado como instrumentos financieros.

En cuanto a la creación de valor la compañía ha demostrado un fuerte crecimiento en su operación, ya que el EVA comparado de los años 2015 y 2016 han representado variaciones del 14% y 54% respectivamente en relación a los años anteriores.

BIBLIOGRAFIA

GRUPO NUTRESA S.A., pagina web principal, [en línea], disponible en internet:
<https://www.gruponutresa.com>

BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA pagina web principal, [en línea], disponible en internet:
www.bvc.com.co/

DAMODARAN pagina web principal, [en línea], disponible en internet:
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

JAVIER SERRANO, consideraciones críticas en valoración de empresas, Revista Latinoamericana de Administración Num 24, 2000, [en línea], [revisado 21 de Agosto 2017]. Disponible en internet:
<http://www.redalyc.org/pdf/716/71602404.pdf>.

GRUPO BANCOLOMBIA, Análisis Bancolombia, Investigación en Renta Variable –Resultados Trimestrales,[en línea], [revisado 11 de Agosto 2017]. Disponible en internet:
<file:///F:/Documents/VALORACION%20DE%20EMPRESAS/BANCOLOMBIA.pdf>.

GRUPO NUTRESA, Pagina Principal – Quienes somos, [en línea], [revisado 19 de Junio 2017]. Disponible en internet: <https://www.gruponutresa.com/quienes-somos/>

GRUPO NUTRESA, Pagina Principal, Historia, [en línea], [revisado 19 de Junio 2017]. Disponible en internet: <https://www.gruponutresa.com/historia/>

INFORME INTEGRADO 2016, Grupo Nutresa 2016 [en línea], [revisado 10 de Junio 2017]. Disponible en internet:
file:///F:/Documents/VALORACION%20DE%20EMPRESAS/Informe_Integrado_2016.pdf

INFORME INTEGRADO 2016, Presencia en nuestra Región Estratégica Grupo Nutresa 2016 [en línea], [revisado 10 de Junio 2017]. Disponible en internet:
file:///F:/Documents/VALORACION%20DE%20EMPRESAS/Informe_Integrado_2016.pdf

LA REPUBLICA LR, Noticias Nutresa [en línea], [revisado 25 de Agosto 2017]. Disponible en internet: <https://www.larepublica.co/empresas/nutresa-y-colombina-apuestan-por-linea-de-productos-saludables-2538707>



PORTAFOLIO, Noticias Nutresa [en línea], [revisado 20 de Agosto 2017]. Disponible en internet: <http://www.portafolio.co/negocios/empresas/restaurantes-nuevo-objetivo-de-nutresa-504557>.

GRUPO NUTRESA, Composición Accionaria Septiembre de 2016 – [en línea], [revisado 15 de Agosto 2017]. Disponible en internet: <https://www.gruponutresa.com/wp->

ANEXOS

**Anexo 2. ESTADO DE SITUACION FINANCIERA HISTORICO-CONSOLIDADO
GRUPO NUTRESA S.A**
ESTADO DE SITUACION FINANCIERA

	2014	2015	2016
ACTIVO			
Activo Corriente			
Efectivo y equivalentes del efectivo	391.863	286.064	219.322
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	739.808	878.280	889.197
Inventarios	841.852	1.032.969	1.028.417
Activos bilógicos	47.770	53.119	75.677
Otros activos corrientes	139.352	220.762	246.832
Activos no corrientes mantenidos para la venta		71.679	100.330
Total Activo Corriente	2.160.645	2.542.873	2.559.775
Activo No Corriente			
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	23.124	26.729	23.495
Activos bilógicos no corrientes	4.185	5.699	7.433
Inversiones en asociadas y negocios conjuntos	83.323	109.021	164.510
Otros activos financieros no corrientes	4.016.462	3.418.149	3.885.206
Propiedad, planta y equipo, neto	2.963.335	3.383.722	3.383.513
Propiedades de inversión	96.280	82.393	71.842
Crédito mercantil	1.373.072	2.033.403	2.034.454
Otros activos intangibles	766.829	1.179.957	1.163.671
Activos por impuestos diferidos	297.783	355.461	356.994
Otros activos	32.348	40.645	48.661
Total activo no corriente	9.656.741	10.635.179	11.139.779
TOTAL ACTIVOS	11.817.386	13.178.052	13.699.554

PASIVO

Pasivo Corriente

Obligaciones financieras	455.480	1.059.660	847.689
Proveedores y cuentas por pagar	656.458	825.435	888.840
Impuestos, gravámenes y tasas	150.217	172.323	163.362
Pasivo por beneficios a empleados	137.300	160.628	161.592
Provisiones corrientes	2.417	4.415	2.734
Otros pasivos	13.885	26.641	49.746
Total pasivo corriente	1.415.757	2.249.102	2.113.963

Pasivos no corriente

Obligaciones financieras	1.688.797	2.034.604	2.277.429
Proveedores y cuentas por pagar	159	159	158
Pasivo por beneficios a empleados	209.287	211.533	216.744
Pasivo por impuesto diferido	471.713	639.810	705.700
Otros pasivos			600
Total pasivo no corriente	2.369.956	2.886.106	3.200.631

TOTAL PASIVO**3.785.713 5.135.208 5.314.594****PATRIMONIO**

Capital emitido	2.301	2.301	2.301
Prima en emisión de capital	546.832	546.832	546.832
Reservas	1.757.417	1.947.419	3.655.280
Otro resultado integral acumulado	3.802.361	3.569.478	3.746.572
Utilidad acumulada	1.305.618	1.514.303	
Utilidad del periodo	587.226	428.152	395.734

Patrimonio atribuible a las participaciones controladoras

8.001.755 8.008.485 8.346.719

Participaciones no controladoras

29.918 34.359 38.241

TOTAL PATRIMONIO**8.031.673 8.042.844 8.384.960**



TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO

11.817.386 13.178.052 13.699.554

Anexo 3. ESTADO DE RESULTADOS HISTORICO- CONSOLIDADO.

ESTADO DE RESULTADOS ANTERIORES	2014	2015	2016
Operaciones continuadas			
Ingresos operacionales	6.481.813	7.945.417	8.676.640
Costos de mercancía vendida	3.618.717	4.507.166	4.966.031
UTILIDAD BRUTA	2.863.096	3.438.251	3.710.609
Gastos de administración	328.368	371.810	401.100
Gastos de venta	1.709.315	2.144.502	2.384.866
Gastos de producción	135.091	137.446	147.694
Diferencia en cambios de activos y pasivos operativos	11.406	2.619	15.873
Otros ingresos (egresos) netos operacionales	25.625	4.427	22.149
Utilidad operativa	676.103	782.685	814.971
Ingresos financieros	11.872	9.828	10.982
Gastos financieros	170.648	234.896	324.637
Dividendos de portafolio	43.395	47.016	50.545
Diferencia en cambios de activos y pasivos no operativos	18.479	27.181	8.642
Perdida por la posición monetaria neta	12.771	32.160	32.946
Participación en el resultado de las asociadas y negocios conjuntos	3.222	4.928	8
Otros ingresos (egresos) netos	7.025	288	28.492



Utilidad antes de impuesto de renta e interés no controlante	576.677	604.294	538.773
Impuesto sobre las renta diferido	170.500	16.421	172.866
Impuesto sobre las renta corriente	145.647	183.561	29.533
Utilidad del ejercicio de operaciones continuadas (utilidad neta)	601.530	437.154	395.440
Operaciones discontinuadas, después de impuestos	12.014	6.335	1.844
Utilidad neta del ejercicio	589.516	430.819	393.596
Resultado del periodo atribuible a :			
Participaciones controladoras	587.226	428.152	395.734
Participaciones no controladoras	2.290	2.667	.957
Utilidad neta del ejercicio	589.516	430.819	399.691
Utilidad por acción - básica, atribuible a las participaciones controladoras (en pesos)	1.276,58	930,77	860,06
OTRO RESULTADO INTEGRAL			
partidas que no serán reclasificados posteriormente al resultado del periodo:			
Ganancias actuariales de planes de beneficios definidos	3.522	6.727	17.390
Inversiones medidas a valor razonable	458.736	599.282	395.023
Impuesto sobre la renta de los componentes que no serán reclasificados	2.884	2.791	5.119



Total partidas que no serán reclasificados posteriormente al resultado del periodo:	458.098	(589.764)	382.752
Partidas que pueden ser reclasificados posteriormente al resultado del periodo:			
Participación en el resultado integral de asociadas y negocios conjuntos	1.520	5.939	3.414
Diferencias de cambio por conversión de negocios en el extranjero	14.351	352.864	202.497
Total partidas que pueden ser reclasificadas posteriormente al resultado del periodo	(12.831)	358.803	176
Otro resultado integral, neto de impuestos	445.267	(230.961)	(205.735)
RESULTADO INTEGRAL TOTAL DEL PERIODO	1.034.783	199.858	576.708
Resultado integral total atribuible a:			
Participaciones controladoras	1.028.817	195.269	572.828
Participaciones no controladoras	5.966	4.589	3.880
Resultado integral total	1.034.783	199.858	576.708

**Anexo 4. Estado de Resultados- Proyectado.**

	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos operacionales	10.055.499	11.653.481	13.505.408	15.651.636	18.138.935
Costos de mercancía vendida	5.691.073	6.595.477	7.643.605	8.858.298	10.266.025
UTILIDAD BRUTA	4.364.425	5.058.003	5.861.802	6.793.338	7.872.909
Gastos de administración	481.601	558.136	646.833	749.625	868.752
Gastos de venta	2.709.870	3.140.513	3.639.591	4.217.981	4.888.287
Gastos de producción	184.895	214.278	248.330	287.794	333.529
Utilidad operativa	988.059	1.145.077	1.327.048	1.537.938	1.782.341
Gastos financieros	226.794	262.836	304.604	353.011	409.110
Utilidad antes de impuesto de renta e interés no controlante	761.264	882.242	1.022.444	1.184.927	1.373.231
Impuesto sobre las renta corriente	190.316	220.560	255.611	296.232	343.308
Utilidad del ejercicio de operaciones continuadas (utilidad neta)	951.580	1.102.802	1.278.055	1.481.159	1.716.539



Anexo 5. Flujo de caja historico Grupo Nutresa S.A

	2014	2015	2016
Utilidad operativa	676.103	782.685	814.971
Depreciación	157.916	157.916	157.916
Amortización	9.389	10.412	10.252
EBITDA	843.408	951.013	983.139
Variación KTNO	318.333	-58.418	127.015
Variación Propiedad planta y equipo	- 1.507.261	-420.387	209
FCL	-345.520	472.208	1.110.363

Anexo 6. FLUJO DE CAJA HISTORICO PROYECTADO GRUPO NUTRESA S.A

	2017	2018	2019	2020	2021
Utilidad operativa	988.059	1.145.077	1.327.048	1.537.938	1.782.341
Depreciación	173.708	191.078	210.186	231.205	254.325
Amortización	10.590	10.939	11.299	11.671	12.056
EBITDA	1.172.356	1.347.094	1.548.534	1.780.814	2.048.723
Variación KTNO	- 585.765	-295.139	-342.041	-396.397	-459.391
Variación Propiedad planta y equipo	-338.351	-372.186	-409.405	-450.346	-495.380
FCL	248.240	679.769	797.088	934.072	1.093.951



Anexo 7. Valoración de la compañía Grupo Nutresa S.A.

Gradiente de crecimiento	2,00%
Valor de continuidad	19.951.223
WACC	7,48%
Acciones en circulación	460.123.468
Valor presente flujo de caja libre del periodo relevante	\$ 2.322.889,45
Valor presente del periodo de continuidad	\$ 13.908.106,25
Valor de las operaciones	\$ 16.230.995,70
Activos no operativos	120503
Exceso de efectivo	219322
Valor presente de los pasivos	3125118
Valor del patrimonio	\$ 13.445.702.695.415,60
Valor acción	\$ 29.221,95

VALORACIÓN DE LA EMPRESA CEMEX LATAM HOLDINGS S.A.

*Juan Camilo Alzate Garcia*⁹⁵

*Julian Andres Sanchez Vasquez*⁹⁶

RESUMEN

Se realizó la valoración de Cemex Latam Holdings S.A. a través del método de Flujo de Caja Libre Descontado, teniendo en cuenta un costo promedio ponderado de capital (WACC) del 7,29% y un gradiente de crecimiento del 2%, lo cual arroja como resultado un precio de la acción de \$14.609 pesos colombianos; al día de 11 de agosto de 2017 la acción se cotiza en el mercado por un valor de \$10.600,⁹⁷ lo que supone un valor potencial de valorización. Al analizar los resultados que afectan el precio del cemento en el país, las afectaciones económicas de las personas de ingreso medio-alto, la construcción de viviendas de interés social, y los proyectos de infraestructura como las obras 4G, las APPS, la recomendación es MANTENER hasta que se mejor el panorama en general.

Palabras clave - valoración, flujo de caja libre, costo promedio ponderado de capital, cemento, construcción, acciones, cotización, riesgo, proyección.

ABSTRACT

The valuation of Cemex Latam Holdings S.A. Using the Discounted Free Cash Flow method, taking into account a weighted average cost of capital (WACC) of 7.29% and a growth rate of 2%, which results in a share price of \$ 14,609, 40 COP; As of August 11, 2017, the stock is traded in the market for a value of \$ 10,600 which represents a potential valorization value, however given the results that affect the price of cement in the country as it is, the competitive dynamics , The economic conditions of middle-income people, social housing, and infrastructure projects such as 4G works, APPS, the recommendation is to MAINTAIN.

Keywords - Valuation, free cash flow, weighted average cost of capital, cement construction, shares, quote, risk, projection.

⁹⁵ Contador Público de la Universidad Libre seccional Pereira

⁹⁶ Contador Público de la Universidad Libre seccional Pereira

⁹⁷ Tomado de página web bolsa de valores de Colombia

INTRODUCCIÓN

Como estudiantes del programa de Contaduría Pública de la Universidad Libre Seccional Pereira, se realizó el seminario de Valuación de Empresas en la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM), como opción de grado, con el fin de fortalecer los conocimientos adquiridos en el desarrollo de la carrera en cuanto al área de finanzas, es así como surge la idea de realizar valoración de la empresa Cemex Latam Holdings S.A. y poner en práctica lo aprendido.

En el presente trabajo, el lector podrá encontrar la descripción de la compañía y la industria, análisis de los principales accionistas, determinación y mitigación de los riesgos internos y externos que intervienen al momento de determinar el valor de la compañía en el mercado.

En la parte práctica de la valoración, se realizó la proyección de los flujos de caja libre de los años 2017 al 2021, teniendo en cuenta los históricos tomados de los estados financieros principales, el Estado De Resultados Integral y el Estado De Situación Financiera de los últimos tres años. La aplicación de esta metodología para evaluar empresas, arrojó como resultado un precio de acción de COP\$14609, mientras con respecto al cierre de transacción de la Bolsa de Valores de Colombia del día 11 de agosto de 2017, la acción se cotizaba en COP\$10600.

MARCO TEÓRICO

La valuación de empresas, es un proceso que consiste en medir el valor de un ente económico, por medio de la aplicación de diferentes técnicas existentes, las cuales han ayudado en el proceso de globalización de los mercados, aportándole a la economía y a las finanzas internacionales, dichas técnicas.

Dentro del proceso de la valoración, se debe determinar principalmente un objetivo, donde se plasme la idea principal y el fin de la valuación, después de esto, se procede a hacer un análisis histórico, donde se pretende conocer el comportamiento de las diferentes actividades de la empresa, también se espera conocer el desempeño de todos los factores que influyen en el desarrollo de las actividades de la empresa; posteriormente se debe definir qué modelo de valuación se va a utilizar, construirlo y finalmente hacer una interpretación de los resultados.

Actualmente los más conocidos modelos para valuación de empresas son:

Valor contable o valor en libros.

Valor contable o valor en libros ajustado.

Valor de mercado o múltiplos.

Método de flujos descontados.

Valor económico agregado (EVA)

Para el desarrollo del presente trabajo, se tomara en cuenta el método de Flujo de Caja Libre, el cual consiste en primero hacer una proyección de los flujos futuros esperados por la empresa, y llevarlos a valor presente utilizando una tasa de descuento que generalmente es el costo promedio ponderado de capital (Wacc) determinada por la estructura financiera de la empresa y el riesgo que asume en el mercado, de esta manera, teniendo en cuenta el número de acciones que tiene la empresa en circulación, se logra obtener el precio de la acción, siendo este un valor estimado de la compañía, se compara frente al precio del título en el mercado, de esta manera se sabe si está o no valorada la acción y así se procede a dar una recomendación al inversionista.

ANÁLISIS DE INVERSIÓN

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

Como se observa en la Figura 1, el precio de la acción de la compañía Cemex Latam Holdings S.A ha tenido un comportamiento volátil en los últimos cinco años, presentando precios de cierre entre \$10.200 y \$16.000.

Figura 30. Precio de la acción durante los últimos cinco años



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

Para el cierre del año 2012 el precio de la acción se cotizó en la Bolsa con un valor de \$11.380; al año siguiente la acción presentó una valorización del 30% quedando con un precio accionario a 30 de diciembre del 2013 de \$14.800; para la compañía el año 2014 fue el más representativo, pues en este año se obtuvo el mayor valor de cotización del mercado de \$19.820 en el mes de junio de dicho año, sin embargo, para el cierre del periodo cerró a un precio de \$15.980 representando un aumento del 7,97% con respecto al año anterior; posteriormente en el 2015 el título valor obtuvo una caída en el mes de noviembre quedando en un precio de \$8.900 finalmente al cerrar con un valor de \$10.200 a 29 de diciembre; finalmente en el año 2016 el precio de la acción de la compañía comparado con el año anterior se valorizó en 10,78% con un precio accionario de \$11.300. Actualmente en el mercado el precio de la acción CLH se cotiza a un precio que oscila entre \$10.600 y \$10.800 pesos.

TESIS DE INVERSIÓN

Se recomienda mantener las acciones puesto que las actualmente no ha iniciado plenamente la construcción de obras 4G, donde Cemex Latam Holdings S.A. asegura ser el proveedor del 39% de los insumos para la ejecución de este proyecto.

Por otra parte, en el sector residencial, la construcción de vivienda de las personas de ingresos medio-altos ha disminuido por consecuencia de las condiciones económicas. Positivamente, la venta e iniciación de proyectos de viviendas de interés social ha tenido un comportamiento creciente a una tasa de doble dígito durante el periodo enero-mayo 2017, con respecto al año anterior; para este sector se espera que la demanda de cemento disminuya en un dígito bajo durante el año 2017.

A Cemex, le perjudica la dinámica competitiva del mercado, pues esta ha sido la razón de la baja de los precios del cemento en el país, además en el mercado las tasas de interés son muy altas, por tanto, las diferentes fuentes de financiamiento son de difícil acceso.

Gracias a que la compañía ha tenido una buena administración del capital de trabajo, esto le ayudará a mantener un buen flujo de caja libre, con el fin de poder brindar una rentabilidad segura a sus actuales y futuros inversionistas.

Es comprometedor el futuro de la CLH, ya que tiene proyectos a futuro, tales como infraestructura nacional, expansión de sus plantas, lo cual hará que la demanda de sus productos aumente.

VALORACIÓN

Se realizó la valoración de Cemex Latam Holdings S.A. a través del método de Flujo de Caja Libre, teniendo en cuenta un costo promedio ponderado de capital (WACC) del 7,29% y un gradiente de crecimiento del 2%, lo cual arroja como resultado un precio de la acción de \$14.609.

Tabla 1. Flujo de Caja Libre

G	2%
Valor de continuidad	3.636.951
Wacc	7,29%
Acciones en circulación	556.647.732

Valor presente FCL periodo relevante	928.383
Valor presente valor de continuidad	2.557.913
Valor de las operaciones	3.486.295
Activos no operativos	24.433
Exceso de efectivo	44.907
Valor presente de los pasivos	844.873
Valor patrimonio	2.710.762

TRM	3.000,00
Valor patrimonio en Pesos Colombianos	8.132.287.274.903
Valor Acción	14.609

Fuente: Elaboración propia

Se realizó la simulación del precio de la acción ante variaciones del gradiente de crecimiento "g" y del costo promedio ponderado de capital (Wacc); arrojando un precio mínimo de \$11.018 pesos colombianos si el Wacc aumenta en 1% y el gradiente disminuye en 0,5% y un precio máximo de 21.044,95 pesos colombianos si el wacc disminuye en 1% y el gradiente de crecimiento aumenta en 0,5%.

Tabla 2. Análisis de escenarios.

		WACC				
		-1%	-0,50%	ESPERADO	0,50%	1%
"g" Gradiente de crecimiento	-0,50%	16.839	14.966	13419	12.122	11.019
	-0,30%	17.533	15.520	13.870	12.494	11.330
	ESPERADO	18.697	16.438	14.609	13.100	11.834
	0,3%	20.035	17.478	15.438	13.772	12.388
	0,5%	21.045	18.253	16.048	14.263	12.789

Fuente: Elaboración propia

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

En Colombia actualmente existen cinco empresas que se encargan de la producción y comercialización del cemento: Argos, es el líder en el mercado de cemento en Colombia con más del 50% en participación. CEMEX, inicio operaciones en Colombia en 1996 con la compra de empresas cementeras como lo fueron cementos el diamante y cementos Samper, convirtiéndose en el segundo mayor productor del sector, y líder de los mercados más dinámicos, como Bogotá. Holcim, consta de una sola planta la cual está ubicada en Cundinamarca y su mayor fortaleza es el mercado central del país. Las otras dos empresas son, cementos del oriente y cementos Tequendama, se considera un mercado concentrado por el poco número de empresas en el sector actualmente⁹⁸.

En un sistema en que la economía se basa por la ley de la oferta y la demanda, el precio del producto se puede ver afectado por variables macroeconómicas de la economía como lo son:

Capacidad instalada de la industria del cemento en Colombia,

Participación de la industria cementera en el PIB; el 92% de las ventas es para abarcar la demanda interna y el 8% promedio son la representación de las exportaciones.

⁹⁸ ALEJANDRO RAMÍREZ VIGOYA, El Portafolio, sección finanzas artículo "El mercado del cemento en Colombia, según Alejandro Ramírez Vigoya" del 02 de Marzo 2009 <http://www.portafolio.co/economia/finanzas/mercado-cemento-colombia-alejandro-ramirez-vigoya-418926>

Demanda y producción de cemento; el promedio de la demanda de cemento en Colombia es de 6.016.264 miles de toneladas la demanda del cemento en teoría es una de las principales variables que deben explicar el comportamiento de la producción de cemento porque a mayor demanda mayor producción.

Consumo per cápita del cemento: el valor máximo de consumo por habitante es de 224 kg y el valor mínimo es de 123 kg

Dinámica del sector de la construcción: la dinámica del sector de la construcción ha sufrido fluctuaciones en el tiempo, pero vienen importantes proyectos que tendrán alto impacto en materia de crecimiento económico como el desarrollo de los proyectos de vivienda, las puestas en marcha de las 4G y las aulas escolares, que son fuentes importantes de ingreso para las industrias cementeras.

El mercado de cemento en Colombia se define como oligopolio es conocido técnicamente como un cartel, es decir, hay pocos productores, y sus miembros se ponen de acuerdo en uno o más de los siguientes aspectos: fijación de precios, control de la producción total de esa industria, segmentación del mercado, asignación de consumidores, asignación de territorios y repartición de utilidades o de partes de esta⁹⁹.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

HISTORIA, LOCALIZACIÓN E INFRAESTRUCTURA.

Cemex Latam Holdings S.A. se constituyó como sociedad anónima bajo las leyes de España el 17 de abril de 2012, y es subsidiaria directa de la empresa CEMEX S.A.B., una sociedad anónima bursátil de capital variable, originalmente de México, las actividades de Cemex Latam Holdings se encuentran en Colombia, Panamá, Costa Rica, Nicaragua, Guatemala, El Salvador y Brasil, y están relacionadas directamente con el sector de la construcción.

Las acciones de CEMEX Latam Holdings S.A. se encuentran adscritas en la Bolsa de Valores de Colombia bajo la clave CLH. Cuenta con el respaldo de CEMEX, empresa la cual se encuentra en el top 10 de las compañías más grandes de concreto premezclado, esto permite que tengan una relación directa, teniendo acceso a la experiencia, tecnología y conocimientos en las técnicas de producción, comercialización y ventas.¹⁰⁰

⁹⁹ CEMEX LATAM HOLDINGS. Tomado de sección Inversionistas, archivo reporte 4 trimestre 2016 <http://www.cemexlatam.com/ES/Inversionistas/files/2016/CLHESP16-4.pdf>

¹⁰⁰ Tomado Burkenroad Reports Latinoamerica-Universidad EAFIT Laboratorio Financiero

ANÁLISIS FODA: FORTALEZAS, OPORTUNIDADES, DEBILIDADES Y AMENAZAS.

A continuación, se presentan las fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas de Cemex Latam Holdings S.A.

Tabla 3. Análisis FODA.

FORTALEZAS	OPORTUNIDADES
Posicionamiento en el mercado, ha sido caracterizado por ser uno de los mejores productores de cemento en el país. Experiencia en sus productos de más de 100 años. Políticas de desarrollo sostenible. Presencia en otros países. Estructura de producción y comercialización.	Planes de desarrollo infraestructural en el país. Programas de viviendas de interés social. Apertura de las nuevas plantas cementeras de la firma.
DEBILIDADES	AMENAZAS
Dependencia del precio en el mercado. Poca participación en el mercado latinoamericano.	Competencia en el mercado colombiano. Alza de los precios. Tasas de interés.

Fuente. Elaboración propia

PRODUCTOS Y SERVICIOS.

El portafolio de productos de Cemex Latam Holdings consiste en productos como el cemento, concreto, premezclados, y agregados, la compañía desarrolla productos innovadores para los mercados de Centro y Sudamérica.

Cemento: Cemex Latam, ofrece variedad de cementos para todos los usos, cuenta con un respaldo de 100 años de experiencia, estos productos son disponibles para diferentes industrias y su presentación puede ser en sacos o a granel. Ofrece los siguientes tipos de cemento: cemento para uso general, cemento súper resistente, cemento para ambiente marino, cemento estructural y cemento blanco.

Productos de Agregados: Cemex Latam, produce y comercializa agregados de muy buena calidad. Los tipos de agregados que ofrece son: arena amarilla, arena, agregados mixtos, grava, arena gruesa, grava TM ½, grava TM 1¹⁰¹.

Concreto: Cemex, no solo manufactura concreto, sino que también desarrolla soluciones basadas en un profundo conocimiento de la tecnología de dicho producto. Ofrece los siguientes tipos de concreto: concreto para pilotes (sistema tremi), concreto para pavimentos, rápido endurecimiento para paredes y losas gruesas, concreto autocompactante (“SCC”) de rápido fraguado.

Mortero: este es uno de los productos innovadores de Cemex, que le proporciona al cliente una perfecta solución para sus proyectos de construcción. Los tipos de mortero que manejan son: mortero adhesivo tipo N, mortero estructural tipos M y S, mortero relleno lechada 125 y 175, mortero para pisos.

ESTRATEGIA

Cemex crea valor para sus inversionistas a través de una estrategia basada en cinco pilares; contar con una organización ágil, flexible y enfocada al mercado; una estrategia comercial para soportar la expansión de mercado y mayor creación de valor; operaciones enfocadas en los resultados con productividad superior; la dedicación y compromiso pleno de un grupo de empleados altamente talentosos; y mantener la mejor reputación frente a todos nuestros grupos de interés.

Estrategia de mercado: Cemex, maneja una gran parte del mercado del cemento, manejando un diverso portafolio de productos que está diseñado con innovación y calidad, contando con una exitosa estrategia comercial, logra ser un negocio rentable, manteniendo márgenes de utilidades

¹⁰¹ CEMEX LATAM HOLDINGS, tomado de portafolio de productos <http://www.cemexlatam.com/ES/SolucionesConstruccion/PortafolioProductos.aspx>

altos, buscando siempre fortalecer el uso de recursos, minimizando costos y mejorando el uso de capital.

Estrategia comercial: Cemex, ofrece a sus clientes las más seguras, garantizadas y variadas soluciones para la construcción, diseña sus productos para todo tipo de necesidades de los clientes, desde vivienda y construcción comercial.

Productividad superior: dentro de los elementos clave para la eficiencia operativa de la empresa es el uso de combustibles alternos, tales como pedazos de neumáticos, desechos domésticos, residuos de drenaje y desperdicios agrícolas, esto ayuda a que se reduzca la dependencia de combustibles fósiles y se disminuya la emisión de CO₂¹⁰².

ANÁLISIS DE LOS COMPETIDORES

El mercado del cemento en Colombia funciona bajo un oligopolio, en el país hay tres principales productores de cemento, los cuales son: Holcim, Cemex y Argos, en Colombia

Holcim: “Es una compañía suiza, con 100 años en el mercado de la industria de la construcción, actualmente cuenta con negocios en 70 países del mundo y alrededor de 80 mil empleados.”¹⁰³

Argos: “En el negocio del cemento, argos es el líder en Colombia, quinto productor más grande en América Latina cuenta en el país con nueve plantas cementeras y representa.”¹⁰⁴

DESARROLLOS RECIENTES

Cemex Latam Holdings ha doblado su flujo en los últimos años, el margen operativo ha aumentado durante este tiempo. El negocio ha cambiado significativamente, ya la compañía no es solo productos en específico, sino de soluciones de infraestructura y vivienda para las empresas. En 2013 CLH desarrollo 6.000 viviendas de interés prioritario en la región latina.

¹⁰² CEMEX Latam Holdings. Tomado de Acerca de Nosotros, Nuestra visión, estrategia financiera y de Negocios <http://www.cemexlatam.com/ES/AcercaNosotros/NuestraVision.aspx>

¹⁰³ HOLCIM COLOMBIA. Tomado de Nuestra empresa <http://www.holcim.com.co/nuestra-empresa/nuestra-empresa.html>

¹⁰⁴ ARGOS COLOMBIA. Tomado de Acerca de Argos <https://www.argos.co/Acerca-de-Argos/Contexto>

CLH ha experimentado crecimientos importantes tanto en la infraestructura como en el sector residencial, aumentando la demanda de sus productos y servicios, logrando crecimientos importantes entre ellos, en el flujo de operación y en las ventas netas comparado con el año anterior debido al incremento en las ventas de los principales productos como cemento gris, hormigón y áridos para contribuir a las soluciones de vivienda en Colombia.

La compañía anunció la apertura oficial de una nueva planta de molienda con una inversión aproximadamente de 20 millones de dólares contando con una capacidad instalada de 450.000 toneladas métricas de cemento, generando 500 empleos directos, y una alta tecnología para su operación teniendo en cuenta los altos estándares de calidad y regulaciones ambientales¹⁰⁵.

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

A continuación, se presenta las personas que conforman la junta directiva de Cemex Latam Holdings

Tabla 4. Junta Directiva

NOMBRE	CARGO EN LA COMPAÑÍA	PERFIL PROFESIONAL	CARGOS ANTERIORES
Jaime Muguero	Presidente del Consejo de Administración de CLH. Presidente de CEMEX Centro, Sudamérica y el Caribe	Profesional en administración de la Universidad de San Pablo CEU y estudio Leyes en la Universidad Complutense de Madrid, tiene una Maestría en Administración por el Instituto Tecnológico de Massachusetts.	Se incorporó en la compañía en el año 1996 ocupando cargos directivos en las áreas de Planeación estratégica, Desarrollo de Negocios. También dirigió CEMEX en Egipto y recientemente las operaciones en la región del Mediterráneo
Ana María Gómez Montes	Consejero General CLH	Abogada de la Pontificia Universidad Javeriana, especializada en Derecho Comercial de la Universidad de los Andes.	Ha ejercido la profesión por más de 20 años en áreas jurídicas empresariales, especialmente en sectores de consumo masivo y medios de comunicación.
Ricardo Naya Barba	Presidente de CEMEX Colombia	Economista del Instituto Tecnológico y de estudios Superiores de Monterrey,	Se integró a la compañía en el año 1997, ha ocupado puestos como: vicepresidente

¹⁰⁵ CEMEX LATAM HOLDINGS. Tomado de Sección Inversionistas Archivos Reportes, Resultados regionales 2017 segundo trimestre <http://www.cemexlatam.com/ES/Inversionistas/files/208.pdf>

		forma parte del programa para la innovación y el liderazgo mundial en el Instituto Tecnológico de Massachusetts y del programa Internacional de Administración de CEMEX	comercial, vicepresidente ejecutivo de planeación y áreas integradas de CEMEX EEUU, presidente de Cemex en Polonia y República Checa, vicepresidente de planeación Estratégica para Europa, Medio Oriente, África y Australia, director de Asuntos Corporativos en la filial de CEMEX, CXNetworks; consultor senior de planeación de Mercadeo de CEMEX México.
Andrés Jiménez	Director de CEMEX Panamá	Ingeniero civil de la Pontificia Universidad Javeriana y con especialización de Alta Gerencia en el INALDE School en la Universidad en La Sabana en Colombia.	Se unió a la empresa en 1994, mantuvo en posiciones ejecutivas del área comercial y de mercadeo en CEMEX Colombia y México, dirigió las operaciones de CEMEX en Nicaragua y El Salvador se desempeñó como Segundo vicepresidente, de la Cámara de Comercio e Industria México-Nicaragua, director alterno de la Cámara Nicaragüense de la Construcción y vicepresidente del Instituto Nicaragüense del cemento y el concreto.
Alejandro Ramirez	Director de CEMEX Costa Rica	Licenciado en Ingeniería Industrial y de Sistemas y Magister en Administración de Negocios del Wharton School de la Universidad de Pensilvania	Se unió a CEMEX en el 2000 y posterior a posiciones gerenciales en planeación y otras áreas, dirigió las operaciones de CEMEX en Tailandia, y más recientemente en Puerto Rico.
Yuri de los Santos	Director de CEMEX Nicaragua & El Salvador	Licenciado en Ingeniería Civil y Magister en Administración de Negocios	Se ha mantenido en posiciones ejecutivas en operaciones de concreto y áreas comerciales en México
Guillermo José García Clavier	Director de CEMEX Brasil	Licenciado en Administración Industrial de la Universidad de Oriente y Magister en Gerencia de Empresas de la Universidad Metropolitana	Participo en las áreas de distribución, mercadeo y ventas en CEMEX Venezuela, dirigió el área comercial en Brasil y luego en El Salvador.

Guillermo Rojo de Diego	Director de CEMEX Guatemala	Licenciado en Geología y Recursos Mineros por la Universidad Complutense de Madrid y ERASMUS por la Universidad de Ciencias de Lisboa, Portugal, tiene un MBA en INSEAD, Francia.	Ha ocupado puestos de creciente responsabilidad en la operación de España, gestionando negocios de agregados, concretos cemento y morteros. Fue gerente de proyectos en planeación estratégica.
-------------------------	-----------------------------	---	---

Fuente: CEMEX Latam Holdings

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

Cemex Latam holdings S.A. cuenta con veinte (20) principales accionistas que se encuentran divididos de esta manera: Cemex España S.A., fondo de pensiones obligatorias porvenir moderado, fondo de pensiones obligatorias protección moderado, norges bank-CN New York, fondo bursátil ishares colcap, fondo de pensiones obligatorias colfondos moderado, stichting depositary apg emeing markets equity, bancard international investement inc, old mutual sonfo de pensiones obligatorias moderado, vanguard emerging markerts stock index fund, vkf investments ltd, old mutual fondo de pensiones voluntarias, rock creek emerging markets fund spc, ltd, carmignac portfolio emerging discovery, Tordesillas latin america master fund ltd, vanguard total international stock index fund, blackrock global funds, fondo de cesantías protección- largo plazo, fondo de cesantías porvenir, fondo de pensiones obligatorias protección mayor.

“En este caso se observará la participación de los tres (3) principales accionistas que tiene Cemex latam holdings S.A.; Cemex España S.A. con número de acciones poseídas 407.890.342, obteniendo el 70,54% de participación directa en el capital social y 73,28% de participación directa en relación con las acciones en circulación; fondo de pensiones obligatorias porvenir moderado con un total de acciones poseídas de 17.771.381, participando directamente en el capital social con un porcentaje de 3,07% y en relación con las acciones en circulación tiene una participación del 3,19%; fondo de pensiones obligatorias protección moderado con un número de acciones poseídas de 17.596.061, con una participación directa en el capital social del 3,04% y un porcentaje de participación en relación directa con las acciones en circulación del 3,16%.”¹⁰⁶

Los accionistas tienen algunos derechos y entre ellos esta saber sobre su política de dividendos, donde Deceval pagara los dividendos a los accionistas, actuando en nombre y por instrucción de CEMEX Latam Holdings, y según lo decidido por la junta central de accionistas.

¹⁰⁶ CEMEX LATAM HOLDINGS. Tomado de accionistas <http://www.cemexlatam.com/ES/Inversionistas/Accionistas.aspx>

RIESGOS DE INVERSIÓN

En Cemex, la responsabilidad de identificar, implementar y monitorear las políticas del riesgo es de la administración, que se encarga de identificar el riesgo que enfrenta la compañía, determinar el límite del riesgo y finalmente realizar el control y monitoreo de los resultados. Los principales riesgos que maneja la compañía son los siguientes:

Riesgo crediticio. Este riesgo lo enfrenta la compañía a manera que sus clientes o partes vinculadas incumplen el compromiso de una deuda contractual; este riesgo es monitoreado de acuerdo al comportamiento del pago de los clientes y se reduce mediante los estudios de crédito que realiza la compañía a sus clientes en el momento de brindarle créditos, evaluando su solvencia y midiendo la capacidad de pago, y evaluando en algunos casos referencias bancarias y al momento de no cumplir con la documentación y calificación exigida por la compañía, solo se le realizaran ventas de contado.

Riesgo de moneda extranjera. Cemex, tiene exposición a este riesgo en el momento hacer la conversión de sus títulos valores y demás componentes de sus activos, ha representado pérdidas para la empresa, además, la compañía realiza pagos en moneda por sus actividades en los países asociados con su actividad, al realizar el cambio de divisa, afecta en algunas veces negativamente los resultados de la operación. Actualmente la compañía no cuenta con ningún tipo de derivados el cual le ayuden a mitigar este factor.

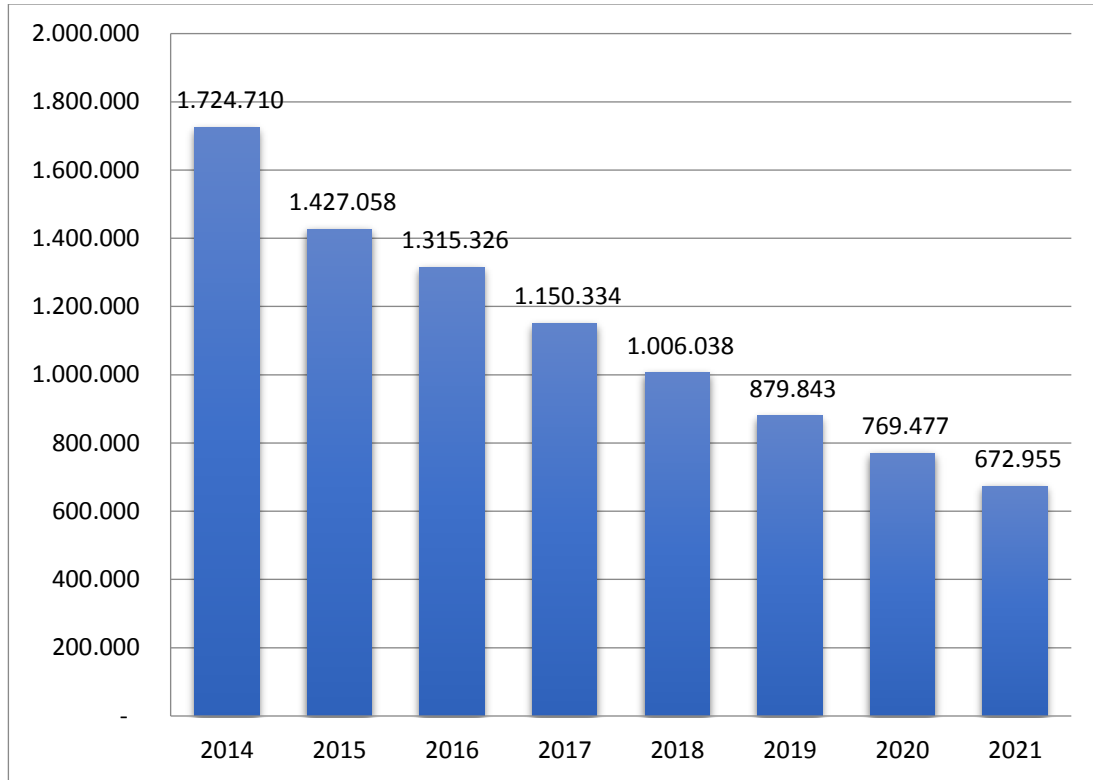
Riesgo tasa de interés: para la compañía hay una alta exposición a este riesgo, pues en el país las tasas son muy dinámicas, de tal manera que el servicio de la deuda es en algún momento restrictivo, pero la compañía gracias a su capacidad de generar efectivo, le ayuda a cumplir oportunamente con sus obligaciones financieras.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

SUPUESTOS DE OPERACIÓN

Ventas estimadas. Históricamente la compañía ha presentado una tendencia negativa, presentando disminuciones en sus ingresos operacionales en promedio del 13% anual, las proyecciones no son diferentes a la tendencia histórica.

Figura 2. Evolución histórica y proyección de ingresos (expresados en miles de dólares americanos)

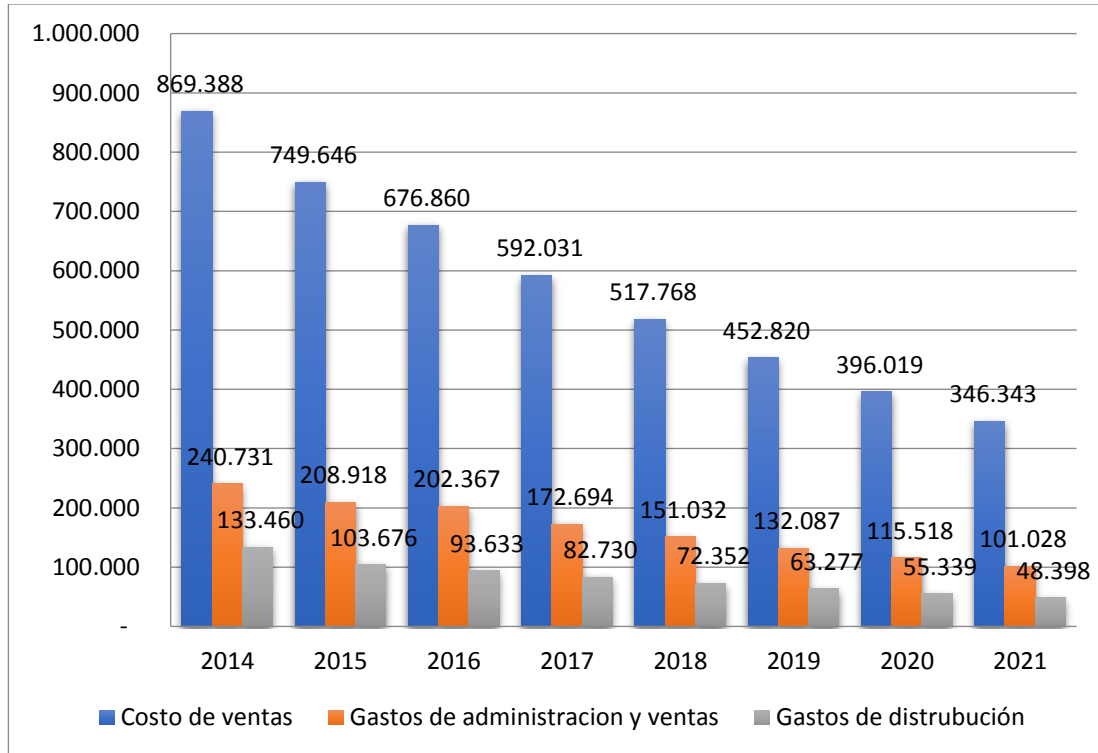


Fuente: Realizado por los autores basado en los datos de Cemex Latam Holdings.

Costos y gastos.

Los costos de ventas, gastos de administración y ventas y gastos de distribución, se comportan de manera ascendente y representan el 51% 15% y 7% respectivamente con relación a las ventas

Figura 3. Evolución histórica y proyección de costos y gastos (expresados en miles de dólares americanos)

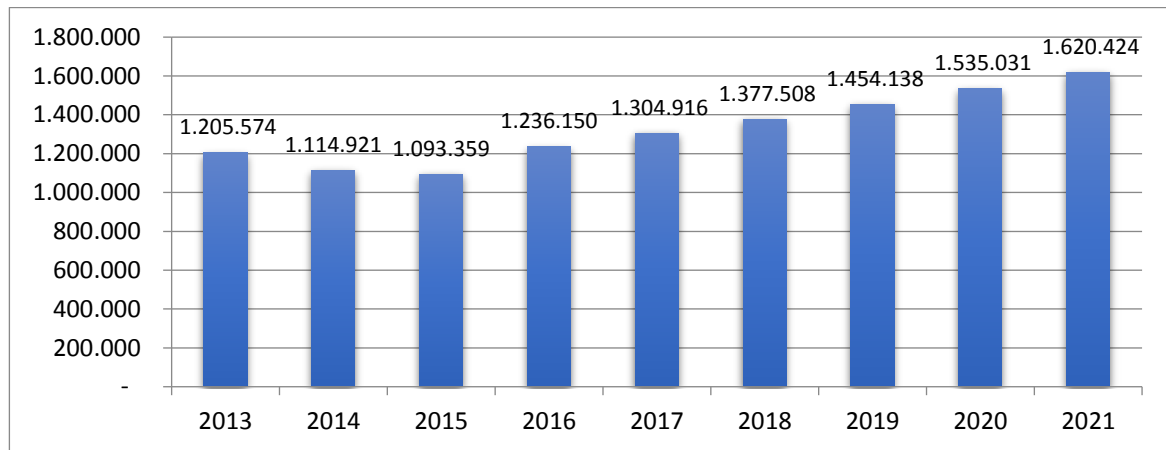


Fuente: Realizado por los autores basado en los datos de Cemex Latam Holdings.

SUPUESTOS DE INVERSIÓN

La reducción de la inversión en propiedad planta y equipo se vio deteriorada en el año 2016 por un valor de \$23.330 millones que fueron reconocidos como: aproximadamente \$14.257 millones como deterioro y \$9.073 millones se reconocieron en otras cuentas por pagar, esto fue debido a lo futura compra de terrenos, los cuales se vieron afectados por posibles deficiencias en los procedimientos legales. Con respecto al año 2017 se espera que para el primer semestre esté en funcionamiento la planta de cemento en el municipio de Maceo en el departamento de Antioquia, la cual tendrá una capacidad anual de 1.1 millón de toneladas.

Figura 4. Evolución histórica y proyección inversión en propiedad planta y equipo.



Fuente: Elaboración propia

Se espera un crecimiento constante en inversión en propiedad, planta y equipo de acuerdo a la política expansionista que tiene la compañía.

CAPITAL DE TRABAJO NETO OPERATIVO

A continuación, se presenta el capital de trabajo neto operativo histórico y proyectado de la compañía. La liquidez de Cemex Latam Holdings, es muy efectiva, la relación entre sus cuentas por pagar y sus cuentas por cobrar es favorable, haciendo comparación de sus rotaciones, las cuentas por cobrar rotan cada 26 días lo que indica buena gestión de cobro en la entidad, y las cuentas por pagar rotan cada 156 días en promedio, por tanto la empresa tiene suficiente tiempo entre el tiempo que cobra su cartera y llega el momento de pagar a sus acreedores, en cuanto a sus inventarios, rotan cada 41 días, por tanto en la empresa el inventario rota con mucha rapidez, esto resulta ser buena gestión de la organización.

Tabla 5. Capital de Trabajo Neto Operativo.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
EFFECTIVO	76.691	51.772	53.635	44.907	39.013	34.119	29.839	26.096	22.823
CXC	40.566	122.273	94.790	104.828	83.213	72.775	63.647	55.663	48.681
INVENTARIOS	103.683	102.821	86.134	71.595	66.888	58.498	51.160	44.743	39.130
KTO	220.940	276.866	234.559	221.330	189.115	165.393	144.646	126.502	110.634

CUENTAS POR PAGAR	465.511	268.341	388.786	322.501	257.286	225.013	196.788	172.103	150.515
KTNO	-244.571	8.525	-154.227	-101.171	-68.172	-59.620	-52.142	-45.601	-39.881

Fuente: Elaboración propia

COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL HISTÓRICO (WACC)

El comportamiento del costo promedio ponderado de capital (WACC), en los últimos tres años se ha sido de manera moderada, presentando en promedio un wacc de 7,29% el cual se considera aceptable, representado por un costo de deuda financiera en promedio de 8,31%, y un costo del patrimonio de 8,21% en promedio; para la compañía en la relación deuda/patrimonio, la deuda representa un 31,05% y el patrimonio un 68,95%

Tabla 6. Costo promedio ponderado de capital.

	2014	2015	2016
WACC	7,43%	7,34%	7,11%
Kd	8,58%	8,80%	7,54%
KdT	5,7513%	5,3651%	4,5238%
Bl	0,999	0,896	0,886
Ke	8,40%	8,13%	8,11%
T%	33%	39%	40%
D%	36,70%	28,61%	27,84%
P%	63,30%	71,39%	72,16%
Bu ¹⁰⁷	0,72		
Rf ¹⁰⁸	5,83%		
Rm ¹⁰⁹	8,40%		

Fuente: Elaboracion propia

IMPUESTOS

Para los años 2013 al 2016 la tarifa del tributo, tenía dos componentes, uno de ellos era el impuesto de renta del 25%, el impuesto al CREE y la equidad del 9% el cual incluía una sobretasa. Por medio

¹⁰⁷ Tomado de Damodaran

¹⁰⁸ Tomado el 29 de junio de 2017 del Banco de la República

¹⁰⁹ Tomado de Damodaran

de la ley 1819 de diciembre de 2016, reforma tributaria estructural se unifico el tributo, para el año gravable la tarifa del impuesto se espera que sea del 34%, y para los siguientes años será del 33%

Tabla 7. Impuestos

IMPUESTO DE RENTA Y COMPLEMENTARIOS									
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Tarifa Impuesto de Renta	41%	49%	43%	34%	33%	33%	33%	33%	33%

Fuente: Elaboración propia

CONCLUSIONES

CEMEX Latam Holdings S.A. es una compañía que depende de las variables del mercado en el que se desempeña, de manera que sus ventas dependen de la demanda, competencia y precio.

Aunque la tendencia de los ingresos de la compañía ha sido negativa, tiene un futuro comprometedor gracias al desarrollo de los nuevos proyectos infraestructurales del país.

Las viviendas de interés social, hacen que la inversión se convierta atractiva, pues es un proyecto que hace que la industria tenga un mayor desempeño en el mercado.

Aunque una amenaza para CLH es la competencia dentro del país, lo fortalece su factor innovador, ya que no se ha dedicado solo a la elaboración de materiales de construcción, sino también al diseño de soluciones de todo tipo que se presentan en el entorno, aportándole un mejor servicio para sus usuarios.

Pese a que la actividad en Colombia ha arrojado resultados negativos en la actualidad, la empresa ha compensado con sus actividades en los países de Nicaragua, Panamá, donde se alcanzó el record histórico de volúmenes de la operación en la región por fuera de Colombia.

El flujo de la operación de la compañía se vio afectado negativamente en los primeros trimestres del año 2017, dado que el precio del cemento disminuyó 23% y 20% durante el primer trimestre y semestre del año comparados con el año anterior.

La inversión capital de trabajo de la compañía, ha dado resultados negativos a lo largo de los últimos 5 trimestres, esto es debido a que los pasivos circulantes son mayores a los activos circulantes, lo cual implica que la empresa tendrá que acudir a fuentes de financiación externas con el fin de mejorar estos resultados.

A pesar que el flujo de la operación de la compañía ha sido afectado negativamente debido a los precios y la dinámica competitiva del país, el flujo de caja libre aumento en 12%, esto trae para la compañía buenas expectativas, y para esto la compañía ha reducido la inversión en activos fijos de manera estratégica, manteniendo su capacidad de administrar el capital de trabajo.

CLH ha demostrado una gran gestión en sus actividades de operación, esto se puede denotar en las actividades de cobranza y pago de sus acreedores, de tal manera que el ciclo de operación de la empresa demuestra un desempeño positivo para la misma.

BIBLIOGRAFÍA

BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA, Características de la acción
<https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/home/mercados/enlinea/acciones>

CEMEX LATAM HOLDINGS, tomado de archivo de reportes
<http://www.cemexlatam.com/ES/Inversionistas/ArchivoDeReportes.aspx>

CEMEX Latam Holdings. Tomado de sección Inversionistas, archivo reporte 4 trimestre 2016
<http://www.cemexlatam.com/ES/Inversionistas/files/2016/CLHESP16-4.pdf>

CEMEX LATAM HOLDINGS, tomado de perfil de la compañía
<http://www.cemexlatam.com/ES/AcercaNosotros/DatosRelevantes.aspx>

CEMEX LATAM HOLDINGS, tomado de archivo Estados Financieros Consolidados año 2016
http://www.cemexlatam.com/ES/Inversionistas/files/ConsolidatedFinancialStatements4T16_ESP.pdf

CEMEX LATAM HOLDINGS, tomado de portafolio de productos
<http://www.cemexlatam.com/ES/SolucionesConstruccion/PortafolioProductos.aspx>

CEMEX LATAM HOLDINGS, Presentación corporativa,
<http://www.cemexlatam.com/ES/Inversionistas/files/CemexLatamHoldingsPresentacionCorporativa.pdf>



CEMEX LATAM HOLDINGS. Tomado de accionistas
<http://www.cemexlatam.com/ES/Inversionistas/Accionistas.aspx>

HOLCIM COLOMBIA. Tomado de Nuestra empresa <http://www.holcim.com.co/nuestra-empresa/nuestra-empresa.html>

ARGOS COLOMBIA. Tomado de Acerca de Argos <https://www.argos.co/Acerca-de-Argos/Contexto>

INFORME BURKENROAD REPORTS LATINOAMERICA Universidad EAFIT Laboratorio financiero

Alejandro Ramírez Vigoya, El Portafolio, sección finanzas artículo “El mercado del cemento en Colombia, según Alejandro Ramírez Vigoya” del 02 de Marzo 2009
<http://www.portafolio.co/economia/finanzas/mercado-cemento-colombia-alejandro-ramirez-vigoya-418926>

ANEXOS

ANEXO 1. ESTADO DE LA SITUACIÓN FINANCIERA. CEMEX LATAM HOLDINGS S.A. (EXPRESADO EN MILES DE DÓLARES AMERICANOS)

	2014	2015	2016
ACTIVO CIRCULANTE			
Efectivo y equivalentes de efectivo	51.772	53.635	44.907
Clientes, neto	122.003	91.568	100.344
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	270	3.222	4.484
Otras cuentas por cobrar	19.523	12.694	16.854
Anticipos de impuestos	13.959	25.695	11.940
Inventarios, neto	102.821	86.134	71.595
Otros activos circulantes	18.347	14.421	11.247
TOTAL DEL ACTIVO CIRCULANTE	328.695	287.369	261.371
ACTIVO NO CIRCULANTE			
Otras inversiones y cuentas por cobrar	24.215	20.868	13.186
Propiedades, maquinaria y equipo, neto	1.114.921	1.093.359	1.236.150
Crédito mercantil, activos intangibles y activos diferidos, neto	2.005.474	1.786.895	1.773.548
Impuestos diferidos	10.635	8.439	10.391
TOTAL ACTIVO NO CIRCULANTE	3.155.245	2.909.561	3.033.275
TOTAL DEL ACTIVO	3.483.940	3.196.930	3.294.646
PASIVO CIRCULANTE			
Deuda a corto plazo	5.259	8.067	24.050
Proveedores	103.095	120.274	151.447
Cuentas por pagar a partes relacionadas	165.246	268.512	171.054
Impuestos por pagar	71.303	50.634	41.493
Otras cuentas y gastos acumulados por pagar	62.010	76.758	69.819
TOTAL DEL PASIVO CIRCULANTE	406.913	524.245	457.863

PASIVO A LARGO PLAZO

Deuda a largo plazo	10.510	8.046	529
Cuentas por pagar a partes relacionadas a largo plazo	1.037.923	822.388	820.294
Beneficios a los empleados	50.769	32.384	38.401
Impuestos diferidos	565.517	484.522	487.922
Otros pasivos	11.375	8.530	15.726
TOTAL PASIVO A LARGO PLAZO	1.676.094	1.355.870	1.362.872
TOTAL DEL PASIVO	2.083.007	1.880.115	1.820.735

CAPITAL CONTABLE**PARTICIPACION CONTROLADA**

Capital social y prima en colocación de acciones	1.463.349	1.464.986	1.466.818
Otras reservas de capital	-695.574	-876.387	-860.376
Utilidades retenidas	353.998	627.396	722.887
Utilidad neta	273.398	95.491	139.769
TOTAL DE PARTICIPACION CONTROLADA	1.395.171	1.311.486	1.469.098
Participación no controlada	5.762	5.329	4.813
TOTAL DEL CAPITAL CONTABLE	1.400.933	1.316.815	1.473.911
TOTAL DEL PASIVO Y CAPITAL CONTABLE	3.483.940	3.196.930	3.294.646

ANEXO 2. Estado de resultados histórico CEMEX LATAM HOLDINGS S.A (expresado en miles de dólares americanos)

	2014	2015	2016
Ingresos	1.724.710	1.427.058	1.315.326
Costo de ventas	869.388	749.646	676.860
Utilidad bruta	855.322	677.412	638.466
Gastos de administración y ventas	240.731	208.918	202.367
Gastos de distribución	133.460	103.676	93.633
Resultados antes de otros gastos, neto	481.131	364.818	342.466
Otros gastos, neto	2.758	83.360	30.219
Resultados de operación	478.373	281.458	312.247
Gastos financieros	90.449	73.748	63.701
Otros gastos financieros, neto	2.196	1.016	3.492
Resultados por fluctuación cambiaria	33.349	18.173	3.008
Utilidad antes de impuestos a la utilidad	352.379	188.521	248.062
Impuestos a la utilidad	144.706	92.469	107.793
Utilidad neta consolidada	207.673	96.052	140.269

ANEXO 3. ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO CEMEX LATAM HOLDINGS S.A. (expresado en miles de dólares americanos)

	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos	1.150.334	1.006.038	879.843	769.477	672.955
Costo de ventas	592.031	517.768	452.820	396.019	346.343
Utilidad bruta	558.303	488.270	427.022	373.458	326.612
Gastos de administración y ventas	172.694	151.032	132.087	115.518	101.028
Gastos de distribución	82.730	72.352	63.277	55.339	48.398
Resultados de operación	302.878	264.886	231.659	202.600	177.186
Gastos financieros	101.566	88.826	77.684	67.939	59.417
Utilidad antes de impuestos a la utilidad	201.312	176.060	153.975	134.661	117.769
Impuestos a la utilidad	68.446	58.100	50.812	44.438	38.864
Utilidad neta consolidada	132.866	117.960	103.164	90.223	78.906

ANEXO 4. FLUJO DE CAJA HISTÓRICO CEMEX LATAM HOLDINGS S.A. (expresado en miles de dólares americanos)

	2014	2015	2016
UTILIDAD OPERATIVA	478.373	281.458	312.247
DEPRECIACION Y AMORTIZACION	95.809	84.954	81.184
EBITDA	574.182	366.412	393.431
VARIACION CAPITAL DE TRABAJO	- 253.096	162.752	- 53.056
VARIACION PROPIEDAD PLANTA Y EQUIPO	90.653	21.562	- 142.791
FLUJO DE CAJA LIBRE	411.739	550.726	197.584

ANEXO 5. FLUJO DE CAJA PROYECTADO CEMEX LATAM HOLDINGS (expresado en millones de pesos)

	2017	2018	2019	2020	2021
UTILIDAD OPERATIVA	302.878	264.886	231.659	202.600	177.186
DEPRECIACION Y AMORTIZACION	85.700	90.468	95.500	100.813	106.421
EBITDA	388.579	355.354	327.159	303.413	283.608
VARIACION CAPITAL DE TRABAJO	-32.999	-8.551	-7.479	-6.541	-5.720
VARIACION PROPIEDAD PLANTA Y EQUIPO	-68.766	-72.592	-76.630	-80.893	-85.393
FLUJO DE CAJA LIBRE	286.813	274.210	243.051	215.980	92.494

ANEXO 6. VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA CEMEX LATAM HOLDINGS

G	2%
Valor de continuidad	3.636.951
Wacc	7,29%
Acciones en circulación	556.647.732

Valor presente FCL periodo relevante	928.383
Valor presente valor de continuidad	2.557.913
Valor de las operaciones	3.486.295
Activos no operativos	24.433
Exceso de efectivo	44.907
Valor presente de los pasivos	844.873
Valor patrimonio	2.710.762

TRM	3.000,00
Valor patrimonio en Pesos Colombianos	8.132.287.274.903
Valor Acción	14.609,40

VALORACION CEMENTOS ARGOS S.A.

Marlly Duran Ladino¹¹⁰

Juliana Valencia Marin¹¹¹

Paola Mendez Ruiz¹¹²

RESUMEN DE INVERSIÓN

Este trabajo busca obtener un precio de la acción de la empresa Cementos Argos S.A, bajo la metodología del flujo de caja libre, utilizando todas las herramientas necesarias para poder hacer un análisis veraz.

Inicialmente se informa la historia y el contorno de la empresa como base fundamental de la valuación para identificar las variables relevantes. Se analizan además los Estados Financieros Históricos, de esta manera se parte de una base para realizar proyecciones de estos y obtener resultados adecuados, contemplando el efecto de las principales variables económicas sobre los resultados de la generación de efectivo de la empresa en una proyección de tiempo de 5 años.

En la parte de las proyecciones financiera de CEMENTOS ARGOS S.A se elaboraron los Flujos de Caja Libre de la empresa desde el año 2017 al 2021, teniendo como base informativa las cuentas del Estado de Resultados y el Estado de la Situación Financiera de los últimos tres años. La aplicación de este método arrojó como resultado un precio de acción de COP \$11.876 mientras el precio de la acción al cierre de la transacción de la Bolsa de Valores de Colombia al 31 de marzo de 2017 fue de \$11.800, por lo que se emite una recomendación a los inversionistas de MANTENER.

Palabras claves - Acción, cemento, capital de trabajo neto operativo (KTNO), flujo de caja libre (FCL), Libre flotación, bursatilidad, Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC), Clinker, Análisis, Valoración.

ABSTRACT

This paper seeks to obtain a stock price of the company Cementos Argos S.A, under the methodology of free cash flow, using all the necessary tools to be able to make a truthful analysis.

Initially the history and the outline of the company are informed as the fundamental basis of the valuation to identify the relevant variables. The Historical Financial Statements are analyzed in this way, starting from a basis for projections of the same and obtaining adequate results,

¹¹⁰ Contadora Pública de la Universidad Libre seccional Pereira

¹¹¹ Contadora Pública de la Universidad Libre seccional Pereira

¹¹² Administradora de Empresas de la Universidad Libre seccional Pereira y Northwestern State University

contemplating the effect of the main economic variables on the results of the company's cash generation in a projection of time of 5 years.

In the part of the financial projections of CEMENTOS ARGOS SA, the Free Cash Flows of the company were elaborated from 2017 to 2021, having as information base the accounts of the Income Statement and the State of the Financial Situation of the last three years. The application of this method resulted in a share price of COP \$ 11,876 while the stock price at the close of the transaction of the Colombian Stock Exchange as of March 31, 2017 was \$ 11,800, so a recommendation is issued to the investors of MAINTENANCE.

Keywords - Stock, Cement, Investment, Free Cash Flow, Free Flotation, Stock Trading, WACC, Clinker, Analysis, Valuation.

INTRODUCCIÓN

La internacionalización de los mercados ha generado dentro de las empresas la necesidad de establecer reglas de juego para mantenerse en el mercado. De esta necesidad se da el surgimiento de estrategias empresariales, tales como alianzas y fusiones entre compañías, incremento de inversionistas con intenciones de hacer capitalizaciones dentro de la empresa o de adquirir nuevos negocios. Es de ahí donde surge la necesidad de conocer el valor real de las empresas.

Existe una serie de métodos que llevan a conocer el valor real de una empresa. Para efectos de este trabajo se realiza la valoración de la empresa CEMENTOS ARGOS S.A aplicando el método de Flujo de Caja Libre.

Se considera que Cementos Argos es una empresa atractiva para valorar ya que continuamente está invirtiendo en nuevas plantas de producción e ideando nuevos proyectos los cuales llevan a la empresa a un proceso de expansión ampliando el peso dentro del mercado financiero del país.

El mercado accionario de Colombia ha tenido un gran auge en los últimos años, tanto es así que muchas empresas y personas nacionales y extranjeras han invertido en diferentes empresas sin conocer bien los riesgos a los que pueden estar expuestas sus inversiones. Es por esto, que se hace necesario valorar las empresas que cotizan en mercado de valores para saber qué tipo de decisiones se toman al comprar y vender acciones en un mercado regido por la oferta y demanda.

En los últimos años Cementos Argos S.A ha invertido en nuevos proyectos y plantas de producción, lo cual afecta directamente en sus indicadores de rentabilidad, endeudamiento y liquidez. Algunos de estos proyectos son a mediano y largo plazo, por tanto, es importante analizar y proyectar los posibles resultados financieros que se obtendrán con las inversiones y tratar de estimar si estas, crean o destruyen valor.

Por eso el objetivo de este trabajo es valorar la Compañía Cementos Argos S.A. a través del método de Flujo de Caja Libre (FCL) y encontrar un valor de la acción a través de las proyecciones, para lo cual, se realiza un apoyo en informes financieros de la compañía, proyecciones de sus estados financieros e indicadores financieros que pueden afectar directamente la operación de la empresa.

El interés en realizar la valoración de la empresa Cementos Argos surge después de haber realizado el seminario de profundización con estadía internacional en valuación de empresas desarrollado en colaboración con la Universidad Nacional Autónoma de México y la Universidad Libre seccional Pereira como opción de grado donde se fortalecieron los conocimientos adquiridos durante toda la carrera en el área de finanzas.

MARCO TEORICO

Antes de llevar a cabo la valoración de una empresa el analista debe tener un conocimiento total de los aspectos financieros y contables de la empresa que se va a valorar. Además, debe conocer las oportunidades, amenazas y fortalezas del sector donde se encuentra la empresa a valorar para suponer de manera idónea y, por tanto, encontrar el valor de la empresa en un panorama real. Los métodos de valoración se pueden clasificar en seis grupos:

Tabla 1. Métodos de valoración clasificados

1. Balance	2. Cuenta de Resultados	3. Mixtos (<i>Good will</i>)
Valor contable	Múltiplos	Clásico
Valor contable ajustado	Price Earning Ratio	Unión de expertos
Valor de liquidación	Ventas	contables europeos
Valor sustancial	Precio de Acción/EBITDA	Renta abreviada
	Otros Múltiplos	Otros
4. Descuentos de flujos	5. Creación de valor	6. Opciones
Free cash flow	EVA	Opción de invertir
Cash flow acciones	Beneficio económico	Ampliar el proyecto
Dividendos	Cash value added	Aplazar la inversión
Capital Cash Flow	Cash Flow Return on	Usos alternativos
Valor Presente Ajustado	Investment	

Fuente: Fernández, Pablo. Valoración de Empresas (2000)

Las herramientas más utilizadas para valorar una empresa son el flujo de caja Libre (FCL) y el valor económico agregado (EVA).

Creación de valor. La creación de valor está clasificada como uno de los métodos para realizar la valoración de empresas; sus herramientas financieras son el valor Económico Agregado (EVA), el beneficio económico, Cash value added y Cash Flow Return on Investment.

La definición de valor va ligada con la maximización del patrimonio de los accionistas o propietarios de la empresa, es decir, está alineada con el objetivo básico financiero.

En un mundo globalizado, lleno de competencias y de una fuerte apertura económica, se hace más difícil para las empresas generar valor, por esto, es fundamental que los gerentes adopten estrategias que lleven a sus compañías al aumento de la riqueza de los accionistas.

Flujo de caja libre: Es una de las principales herramientas financieras para la toma de decisiones dentro de una compañía, la cual, proporciona bases para identificar si se está generando o destruyendo valor dentro de la compañía. A través del flujo de caja bruto y flujo de caja libre se puede identificar la disponibilidad que tiene la compañía para la invertir en Capital de Trabajo Neto Operativo (KTNO), en la reposición de activos fijos, pago al servicio de deuda, inversiones estratégicas y el reparto de utilidades.

El análisis de generación de valor en una compañía se debe realizar mediante el flujo de caja, dado que muestra el efectivo disponible en un periodo de tiempo en el que la compañía realiza las operaciones normales de su actividad.

El flujo de caja libre se realiza tomando como base la Utilidad operativa después de impuestos (UODI), sumando las depreciaciones, amortizaciones, así se obtiene el flujo de caja bruto, al cual, si se le restan las inversiones en KTNO y las inversiones en activos fijos, se obtiene el flujo de caja libre.

Al hacer la valoración de una compañía, los flujos de caja libres proyectados se traen a valor presente teniendo en cuenta como tasa de descuento, el costo de capital ponderado de la empresa, en el cual se contempla el costo de la deuda después de impuestos, acogiéndose así al beneficio tributario.

TABLA 2. Esquema de flujo de caja libre

(+) Utilidad Operativa Después de Impuestos
(+) Depreciaciones
(+) Amortizaciones
(=) Flujo de Caja Bruto
(-) Inversión KTNO
(-) Inversión Activos Fijos
(=) Flujo de Caja Libre

Fuente: García S, Oscar. Valoración de empresas, gerencia de valor y EVA. (2003)

ANÁLISIS DE INVERSIÓN

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

Tomando el precio accionario desde el año 2012 al 2017 se observa que la acción ha presentado una alta variabilidad en el precio accionario durante los últimos 5 años teniendo como el precio más alto \$12.300 registrados el 27-04-2012 y el precio más bajo \$6.050 registrado el 08-06-2012. A partir del año 2015 se observa una tendencia alcista en el precio de la acción concordante con los resultados obtenidos a través de la valoración realizada. Durante el presente año la acción ha presentado un buen precio de mercado dado que se mantiene con precios entre \$10.296 y \$11.913.

GRAFICA 1: Cementos Argos: Precio de cierre 2012 a 2017



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

TESIS DE INVERSION

La recomendación es mantener la acción debido a que el precio de la misma tiene una tendencia al alza y presenta un mayor desempeño en el mercado bursátil colombiano, además se tiene expectativa de crecimiento en el sector de la construcción, se espera una recuperación de la participación en el mercado colombiano y que el precio arrojado por el modelo es mayor al cotizado en la Bolsa de Valores de Colombia.

Además, los ingresos en el año 2016 alcanzaron COP 8,5 billones, 7,7% más que en 2015, esto se dio por el buen desempeño de las operaciones en Estados Unidos, Caribe y Centroamérica. Estados Unidos fue la región con mayor contribución a los ingresos del primer trimestre del 2017 (51%) a pesar de la marcada estacionalidad, especialmente en la región norte. La región Centro América y el Caribe, por su parte, fue la mayor aportante en términos de EBITDA (43%), generando sólidos márgenes¹¹³..

¹¹³ . Cementos Argos. Memorandum. Cementos Argos Reporta los Resultados Financieros del Primer Trimestre 2017, Pag 13.

Se espera que el año 2017 y 2018 el sector de la construcción siga siendo uno de los sectores con mayor desempeño en el mercado bursátil colombiano impulsado por el panorama de crecimiento de la infraestructura y vivienda en todo el país.

La presencia de Cementos Argos en zonas geográficas estratégicas y en mercados con un alto potencial de crecimiento hace que estos hagan un aporte importante en el crecimiento de los ingresos. También, se observa un panorama de expansión como estrategia corporativa.

Se evidencia un crecimiento en el sector de la construcción colombiana, producto de las concesiones viales 4G, el crecimiento sostenido de la economía norteamericana y la expansión en infraestructura en Centroamérica.

“El buen comportamiento de volúmenes en todas las geografías, la recuperación de participación de mercado en Colombia, la dinámica de construcción de vías 4G esperada para el segundo semestre del año y el inicio de la temporada de altos consumos de cemento en Estados Unidos con la llegada de la primavera, soportan las estimaciones positivas de la compañía para el cierre del año.”¹¹⁴, expresó Juan Esteban Calle, presidente de Argos.

VALORACION

Se realizó la valoración de la empresa Cementos Argos S.A a través del flujo de caja libre el cual arrojó un precio de acción de \$11.876 calculando un costo promedio ponderado de capital del 5,38% y suponiendo una gradiente de crecimiento del 2,5% partiendo que el rezago en la recuperación económica del país llevaría a que el PIB de este año sea el mismo 2% registrado en el 2016, pero al tener la compañía inversiones en países con mercado en crecimiento se estimó un buen porcentaje.

TABLA 3. Valoración por el método del Flujo de Caja Libre

¹¹⁴ EL COLOMBIANO. Medellín 12, mayo, 2017. Cementos Argos tuvo pérdidas de \$45.544 millones

G		2,5%
Valor de Continuidad	\$	22.616.467
WACC		5,38%
Numero de Acciones en Circulacion	\$	1.151.672.310
Valor Presente del FCL del periodo relevante	\$	1.652.542
Valor Presente del Valor de continuidad	\$	17.403.647
Valor de las operaciones	\$	19.056.190
Activos No operativos	\$	1.402.688
Exceso de efectivo	\$	531.666
Valor Presente de los pasivos	\$	7.313.237
Valor del Patrimonio	\$	13.677.306.694.098
Valor de la Accion	\$	11.876

Fuente: Elaboración propia

La metodología utilizada para realizar la valoración de la empresa Cementos Argos S.A es la de Flujo de Caja Libre (FCL) dado que esta explica como una empresa adquiere valor por sus flujos de caja libre futuros traídos a valor presente.

Además, el valor de sus activos puede expresarse en función de los flujos de caja esperados durante un determinado periodo de tiempo, descontados a una tasa que mide el riesgo asociado a dichos flujos.

TABLA 4. Rango de valores de los análisis de escenarios.

			WACC		
	-1%	-0,50%	ESPERADO	0,50%	1%
-0,50%	15.967	12.251	9.640	7.708	6.220
-0,30%	17.727	13.406	10.450	8.303	6.674
G ESPERADO	21.069	15.503	11.876	9.328	7.442
0,30%	25.680	18.204	13.633	10.553	8.338
0,50%	29.868	20.484	15.051	11.511	9.024

Fuente: Elaboración propia

Se realizó la simulación del precio de la acción de Cementos Argos S.A ante variaciones del costo promedio ponderado de capital y el gradiente de crecimiento se tiene un precio mínimo de \$6.220 si el WACC aumenta en el 1% y el gradiente disminuye en el 0,5% y un precio máximo así de \$29.868 si el WACC disminuye en el 1% y el gradiente aumenta en el 0.50%

ANALISIS DE LA INDUSTRIA

El sector cementero en Colombia está compuesto por tres grandes empresas, quienes controlan la obtención de materias primas, la producción, venta, precios de mercado, distribución territorial de las plantas entre otros. Estas tres grandes empresas son: Cementos Argos empresa colombiana de origen antioqueño la cual lidera el mercado nacional, Cementos Mexicanos “Cemex” y Holcim que es una empresa suiza.

Estas empresas cuentan con varias plantas de solo cemento alrededor del continente distribuidas en Latinoamérica y Norteamérica, Cementos Argos S.A quienes cuentan con 13 plantas de cemento y 376 plantas de concreto¹¹⁵. Cemex cuenta con 22 plantas de cemento y 409 plantas de concreto¹¹⁶ y Holcim con 58 plantas de cemento y 247 plantas de concreto¹¹⁷ haciéndola la cementera con más participación en el mercado americano.

El sector cementero es un sector oligopolista, según como lo menciona Gregory Mankiw: “El oligopolio es una estructura de mercado en la que sólo unos cuantos vendedores ofrecen productos similares o idénticos al de los demás”¹¹⁸

Es por esta razón que el mercado del cemento es visto como un oligopolio y no es una industria regulada, además al ser un sector tan cerrado existen pocos estudios sobre este.

¿Pero cómo va el sector cementero en lo corrido del año 2017?

Según el DANE en enero de 2017, la producción de cemento gris en el país alcanzó 910.350 toneladas, con una disminución de 6,0% respecto al mismo mes del año anterior. El 62,6% de las toneladas de cemento gris despachado en el mes de enero de 2017 se destinó según participación al departamento de Antioquia, Valle del Cauca, el área de Bogotá, Cundinamarca, Atlántico, Bolívar y Santander¹¹⁹

En enero de 2017, la producción de concreto premezclado registró 519,7 mil metros cúbicos y un decrecimiento de -8,0% con relación al mismo mes del año anterior. Este comportamiento se explicó por la reducción en los destinos de edificaciones (9,9%), vivienda (2,7%) y obras civiles (-22,0%), los cuales restaron en conjunto 6,8 puntos porcentuales a la variación total¹²⁰

¹¹⁵ CEMENTOS ARGOS. Informe anual 2015. Pag. 9

¹¹⁶ CEMEX. Informe anual 2015. P. 30

¹¹⁷ LAFARGEHOLCIM. Annual Report 2015. Pag. 84-92

¹¹⁸ MANKIW, N. Gregory. Principios de economía, 6a edición, Cengage Learning, 2012 Pag. 349

¹¹⁹ DANE. Indicadores económicos- alrededor de la construcción IV trimestre 2016. Pag. 8

¹²⁰ Ibid, Pag. 9.

La producción de concreto premezclado se concentró en el área de Bogotá* (40,0%) y en los departamentos de Atlántico (11,7%) y Antioquia (10,2%)¹²¹. Se observa que el sector cementero colombiano empezó el año con una mala racha dado que se dio una disminución en la producción del cemento según evidenció el DANE, esto se pudo haber dado por la desaceleración de la economía colombiana por el impacto de la reforma tributaria, lo que hizo que se paralizara la construcción, cabe de recordar que el sector cementero está directamente relacionado con el sector de la construcción dado que el cemento es materia prima para las construcciones.

Cementos Argos la empresa líder del sector en Colombia prevé que la dinámica en la edificación de viviendas, el inicio de los cronogramas de ejecución de los proyectos 4G y el aumento en la construcción de vías terciarias, entre otras obras, reactivarán el consumo del material en el país.¹²²

Según la compañía, las proyecciones de Cementos Argos en el país impulsarán, aún más, su participación. “De hecho, ya fue elegido como proveedor para 40 unidades funcionales de los proyectos de 4G”, reveló su presidente, Juan Esteban Calle.¹²³

DESCRIPCION DE LA COMPAÑÍA

PRODUCTOS Y SERVICIOS.

Los productos producidos por Argos son: Cemento utilizado mayormente para la construcción, además tiene otros productos como son: concreto, Clinker y agregados.

ESTRATEGIA.

De acuerdo con la presentación corporativa del cierre del 2016, la estrategia actual es la de enfocarse en la estrategia de diversificación y consolidación, la materialización de diversos proyectos y un talento humano inigualable le permitirán a la compañía obtener resultados positivos y mantenerse como una de las cementeras líderes del continente americano, en medio de un entorno cada vez más exigente y cambiante. El progreso y la competitividad de esta compañía son producto de la coherencia estratégica del Grupo Argos que ha desarrollado, en la que la generación de valor

¹²¹ Ibid., Pag. 9,

¹²² PORTAFOLIO. Bogotá D.C 26, febrero, 2017 Industria del cemento enfila sus baterías para este año.

¹²³ Ibid

para sus accionistas en el largo plazo se apalanca en la integridad y la transparencia como ejes y principios inspiradores de su gestión.¹²⁴

DESARROLLOS RECIENTES

En los últimos años Cementos Argos ha venido reinvertiendo en compra de plantas cementeras en países de América posicionándose con más fuerza en el mercado cementero internacional.

En el último año, Cementos Aros compra de una planta cementera en Martinsburg, West Virginia, y de sus ocho terminales logísticas por valor de USD 660 millones, con lo que aumenta en 29% la capacidad instalada en este país para alcanzar los 10 millones de toneladas. Con esta planta, amplía su presencia de nueve a trece estados norteamericanos, así como el área de influencia a más de 116 millones de personas, suman grandes capacidades operativas, tecnológicas y logísticas, y esperan obtener sinergias de aproximadamente USD 8 millones al año en Estados Unidos. Puesta en operación de la molienda de clínker en San Lorenzo, Honduras, que tiene una capacidad de producción de 300.000 toneladas al año para suplir de forma óptima las necesidades del mercado del sur del país¹²⁵, siguiendo su estrategia de diversificación de ingresos y riesgo planteada hace algunos años por Argos y que es de largo plazo.

ANÁLISIS DE LOS COMPETIDORES

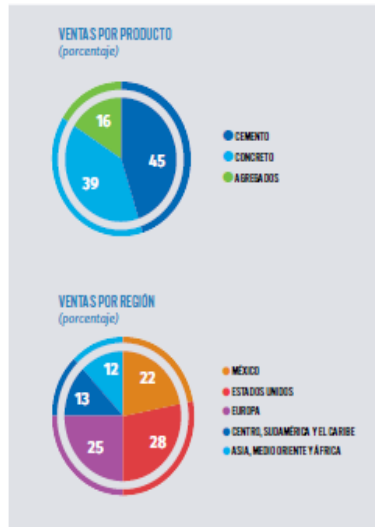
Los principales competidores de Cementos Argos son Cemex y Holcim. Cemex fue fundada en México en 1906, pasó de ser una empresa local hasta ser una compañía líder en su industria, con presencia en más de 50 países y relaciones comerciales con cerca de 100. La compañía llegó a Colombia en 1996 con la adquisición de Diamante, Samper, y Central de Mezclas. Actualmente tiene presencia en más de 20 ciudades del país y cuenta con 46.500 empleados en el mundo.¹²⁶

TABLA 5: Ventas y producción año 2016 Cemex

¹²⁴ CEMENTOS ARGOS. Informe de Accionistas 2016. Pag. 5-6

¹²⁵ CEMENTOS ARGOS. Informe de Accionistas 2016. Pag. 10-11

¹²⁶ CEMEX COLOMBIA S.A. www.cemexcolombia.com

ANÁLISIS DE LAS OPERACIONES GLOBALES


	MÉXICO	ESTADOS UNIDOS*	EUROPA*	CENTRO, SUDAMÉRICA Y EL CARIBE*	ASIA, MEDIO ORIENTE Y ÁFRICA*	OTROS	TOTAL
OPERACIONES GLOBALES							
Ventas netas	2,862	3,668	3,255	1,727	1,538	353	13,403
Resultado de operación antes de otros datos, neto	913	264	187	466	302	(248)	1,884
Flujo de operación	1,041	619	377	542	375	(207)	2,746
Total de activos*	3,599	14,694	5,378	2,359	1,456	1,657	28,944
Millones de dólares al 31 de diciembre de 2016							
CAPACIDAD POR REGIÓN*							
Capacidad de producción de cemento (millones de toneladas por año)	30.0	16.6	23.9	12.5	9.9		92.9
Pantallas de cemento (controladas)	15	12	17	7	3		54
Pantallas de cemento (participación minoritaria)	3	6	1	3	0		13
Pantallas de concreto	265	345	737	114	94		1,555
Canteras de agregados	15	73	185	22	10		305
Centros de distribución terrestre	78	39	67	34	29		247
Terminales marítimas	7	6	33	13	4		63
Al 31 de diciembre de 2016							

Fuente: Reporte Integrado Cemex 2016

Holcim Fundada en 1.912, es una compañía perteneciente al grupo suizo Holcim, líder en la industria mundial del cemento y uno de los principales proveedores de cemento, concreto y agregados y de todos los servicios relacionados con la construcción. Tiene intereses mayoritarios y minoritarios en alrededor de 70 países de todos los continentes y cuenta con 80.967 empleados¹²⁷.

LafargeHolcim logró ventas netas de CHF 29,483 millones y una producción anual de 374 millones de toneladas de cemento en el año 2015.¹²⁸

HISTORIA, LOCALIZACIÓN E INFRAESTRUCTURA.

La compañía Cementos Argos S.A. fue constituida en Medellín en el año de 1934 e inició producción dos años después en el año de 1936. El nombre Argos viene del acrónimo del apellido Arango, el cual pertenecía a la familia que inicio la empresa. Después de asociarse con inversionistas de varias regiones del país, surgieron las siguientes compañías: Cementos del Valle en 1938, Cementos del Caribe en 1944, Cementos El Cairo en 1946, Cementos de Caldas en 1955, Tolcemento en 1972, Colclinker en 1974, Cementos Rioclaro en 1982 y adquiere participación

¹²⁷ . Holcim Colombia. <http://www.holcim.com.co>

¹²⁸ . Informe Financiero Lafargeholcim Año 2015, Pag. 2,26

accionaria en Cementos Paz del Río a mediados de los 90. En 1998 empieza su internalización mediante la compra de diferentes plantas en países como Venezuela y en el 2005 fusiona todas las compañías productoras y distribuidoras de cemento en Colombia bajo el nombre Cementos Argos S.A.

El 9 de mayo del 2013 realizó una capitalización emitiendo acciones, por lo cual adquirió activos de Lafarge en Honduras en el año 2013.

En el año 2014 empieza el proyecto de expansión en Colombia inaugurando el Centro Argos para la innovación, ubicado en la Universidad EAFIT de Medellín e cual está dedicado a la investigación aplicada y la innovación abierta.

Hoy en día, su mercado se divide principalmente en tres regiones: Colombia, Estados Unidos y el Caribe, siendo Colombia, el de mayor participación en los ingresos totales de la compañía.

Localización:

Cementos Argos tiene presencia en varios países de Latinoamérica como: Colombia, Guayana Francesa.

Haití

Honduras

Panamá

República Dominicana

Surinam

Estados Unidos

ANÁLISIS FODA

A continuación, se presenta en análisis de las fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas de Cementos Argos.

TABLA 6. ANÁLISIS DOFA: FORTALEZAS, OPORTUNIDADES, DEBILIDADES Y AMENAZAS.

<p>Debilidades</p> <p>Menor trayectoria en el mercado internacional que su competencia.</p>	<p>Oportunidades</p> <p>Crecimiento económico de los países de la región Latino América.</p> <p>Potencial proveedor de los proyectos de construcción de las vías denominadas 4G en Colombia.</p>
<p>Fortalezas</p> <p>Amplia participación en el mercado colombiano lo que le da posicionamiento a la marca.</p> <p>Amplia estructura logística, compuesta por puertos, moliendas de Clinker y terminales de recepción y empaque.</p> <p>Junta directiva con experiencia probada en el sector.</p> <p>Solidez financiera.</p> <p>Mayor inversión en las plantas de producción</p>	<p>Amenazas</p> <p>Exposición del dólar en sus ingresos.</p> <p>Poca mejora en la infraestructura vial del país, la cual se ve muy afectada en temporada invernal.</p> <p>Eliminación del arancel de importación de cemento por parte del gobierno nacional.</p> <p>Inestabilidad del precio y la demanda del concreto en Estados Unidos y algunos países.</p> <p>Incertidumbre en el impacto de la reforma tributaria en Colombia.</p>

Fuente: Elaboración propia

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACION Y ANTECEDENTES

Para poder realizar la valoración de una empresa en su totalidad, se debe de analizar al capital humano que está liderando la empresa, quienes son las personas que hacen posible que las empresas tengan un crecimiento es decir las responsables del trabajo y las decisiones sobre quienes recae.

Cementos Argos cuenta con siete integrantes en la junta directiva, uno de los miembros más importante para esta junta es Jorge Mario Velásquez que también es el CEO de Grupo Argos y fue

por tres años el Vicepresidente de Cementos Argos, otros de los miembros relevantes, debido a que el tema de la sustentabilidad está tomando la importancia que merece, es Cecilia Rodríguez González quien actualmente es miembro independiente de la junta directiva de Cementos Argos, presidente de la Corporación Bioparque y quien fuese ministro del medio ambiente durante el periodo presidencial de Álvaro Uribe Vélez, es importante tener conocimiento de este tema para la toma de decisiones en la empresa y no solo ayudar al crecimiento de la empresa si no también ayudar con el lobby para la obtención de licencias, otros de los integrantes son: Camilo Abello, Claudia Betancourt, Carlos Gustavo Arrieta, León Teicher y Esteban Piedrahita.¹²⁹

El equipo directivo de Cementos Argos está conformado por Juan Esteban Calle quien es el presidente actual desde el año 2016, antes de ser el presidente de esta empresa fue el gerente general de Empresas Públicas de Medellín, cuando acepto la presidencia de Cementos Argos fue un reto para el dado la diferencia en el tamaño de las empresas donde había trabajado, pero su experiencia laboral al haber sido Asociado Senior de Banca de Inversión del Chase Manhattan Bank en Nueva York, Secretario de Hacienda del Departamento de Antioquia, Director de Inversión Extranjera de la Oficina de Proexport en Canadá, Asesor de Inversiones del Banco de Montreal y Gerente General de Empresas Públicas de Medellín y sus estudios realizados en Administración de Negocios de la Universidad EAFIT y un MBA con énfasis en Finanzas y Economía de la Universidad de Chicago, lo ayudan a desempeñar su cargo. El actual Vicepresidente Regional de Colombia Tomás Restrepo quien posee estudio de Ingeniería Mecánica de la Universidad EAFIT y una amplia experiencia dentro de la compañía.¹³⁰

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

COMPOSICIÓN ACCIONARIA

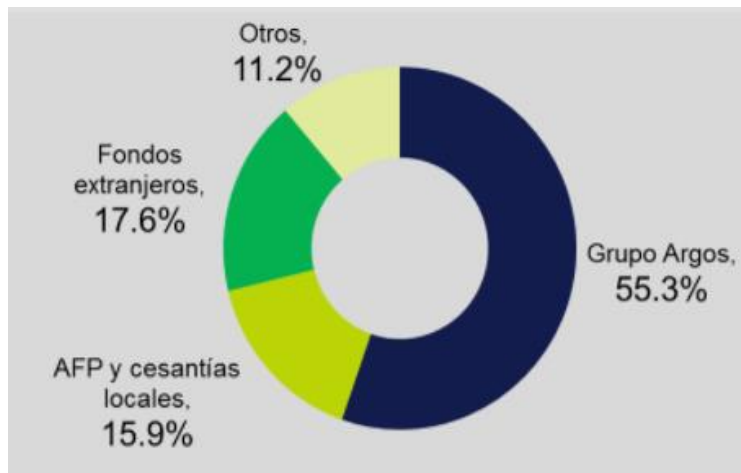
Acción ordinaria: Cementos Argos tiene a marzo 31 de 2017, 1.151.672.310 acciones ordinarias en circulación, poseídas por 4.747 accionistas.¹³¹

GRAFICO 3. Base de accionistas

¹²⁹ CEMENTOS ARGOS. <https://www.argos.co/ir/gobierno-corporativo/junta-directiva>

¹³⁰ Ibid.

¹³¹ GRUPO ARGOS S.A, <https://www.argos.co/ir/perfil-corporativo/composicion-accionaria>



Fuente: Cementos Argos

A continuación, se presentan los accionistas de Cementos Argos y su porcentaje de participación:

TABLA 7: accionistas con acción ordinaria y participación.

TIPO DE ACCIÓN: ORDINARIA VIGENTE AL 31 MARZO 2017				
IDENTIFICACIÓN	TIPO	NOMBRE DEL ACCIONISTA	ACCIONES	% PARTICIPACIÓN
8909002663	NIT	GRUPO ARGOS S.A.	637,323,670	55.34%
9008448224	NIT	HARBOR INTERNATIONAL FUND	83,036,025	7.21%
8002248088	NIT	FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PORVENIR MODERADO	68,363,945	5.94%
8903014430	NIT	AMALFI S.A.	62,593,875	5.44%
8002297390	NIT	FDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PROTECCION MODERADO	56,494,978	4.91%
8002279406	NIT	FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS COLFONDOS MODERADO	22,298,063	1.94%
9004402831	NIT	FONDO BURSATIL ISHARES COLCAP	13,146,276	1.14%
8002530552	NIT	OLD MUTUAL FONDO DE PENS. OBLIGATORIAS - MODERADO	9,188,595	0.80%
9003320031	NIT	VANGUARD EMERGING MARKETS STOCK INDEX FUND	6,759,549	0.59%
9001314712	NIT	AZURITA S.A.S	5,683,635	0.49%
8050102998	NIT	CONSCAR S.A.S.	5,414,455	0.47%
9003519541	NIT	VANGUARD TOTAL INTERNATIONAL STOCK INDEX FUND	4,681,980	0.41%
9001702681	NIT	LIPU & CIA S.C.A.	4,590,450	0.40%
9001276279	NIT	JMRV & CIA SOCIEDAD EN COMANDITA POR ACCIONES	4,336,017	0.38%
9007201801	NIT	FONDO BURSATIL HORIZONS COLOMBIA SELECT DE S&P	4,071,053	0.35%
9004382328	NIT	PERUGIA SAS	4,000,000	0.35%
8300767273	NIT	ABU DHABI INVESTMENT AUTHORITY J.P. MORGAN	3,760,172	0.33%
9002470045	NIT	FONDO ARGOS ADR PROGRAM	3,372,680	0.29%
8300252038	NIT	BLACKROCK INSTITUTIONAL TRUST COMPANY N.A.	3,247,767	0.28%
8600073798	NIT	CAXDAC - VEJEZ	3,218,151	0.28%

Fuente: <https://www.argos.co/ir/perfil-corporativo/principales-accionistas>

COMPORTAMIENTO DE LA ACCIÓN EN EL AÑO 2016 Y LIQUIDEZ ACCIONARIA.

Cementos Argos transa sus acciones en la Bolsa de Valores de Colombia y su acción está categorizada como de alta bursatilidad.

ANÁLISIS LIBRE FLOTACIÓN

De acuerdo con la información encontrada en la plataforma Bloomberg el 14 de agosto del 2016, el 36,8% total de las acciones están en libre flotación.

GRAFICO 4. GRAFICO LIBRE FLOTACIÓN



Fuente: Bloomberg

POLÍTICA DE DIVIDENDOS

En la Asamblea General de accionistas se decretaron dividendos de \$310 por acción pagaderos en cuatro cuotas trimestrales durante el año 2017.

RIESGOS DE INVERSIÓN

Riesgo de Mercado: El sector de la construcción en los países donde opera la compañía está siendo muy apetecido. En Colombia el anuncio de los proyectos de construcción de las vías denominadas 4G y el déficit actual de vivienda, hacen que las empresas competidoras aumenten sus inversiones en estos países, lo que refleja una pérdida en la participación de estos mercados y/o una caída en los precios de los productos. Ante este riesgo Cementos Argos, como estrategia corporativa está en constante expansión, analizando nuevas adquisiciones y mejorando la capacidad operativa en los países donde actualmente tiene mayor participación en el mercado.

Riesgo de tipo de cambio: La compañía está presente en Norteamérica y en varios países de Latinoamérica, al realizar su consolidación financiera en pesos colombianos dado que dicha matriz está en dicho país, la empresa está expuesta al riesgo de tipo de cambio. Cementos Argos elimina o mitiga este riesgo mediante el uso de cobertura natural o derivados financieros, en la medida en la que el mercado lo permita. El uso de derivados financieros con fines especulativos no es permitido.

Riesgo Operativo: La compañía desde hace varios años atrás, tiene en una estrategia de integración vertical que va desde la materia prima, pasando por un abastecimiento propio de energía, carbón, hasta llegar a sus canales de distribución; todo este proceso hace que se mitigue el riesgo de que su cadena de valor se vea afectada ante la falta de alguno de sus eslabones¹³².

Riesgo Financiero: Existe la probabilidad de que una planeación financiera tenga consecuencias negativas en los resultados de la empresa, que se pueden reflejar en un riesgo de liquidez, riesgo de financiación, riesgo de crédito. Por tanto, las políticas financieras de la Compañía son definidas por el Comité Financiero Corporativo y administradas por la Gerencia de Finanzas Corporativas, las cuales buscan garantizar una estructura financiera sólida y mantener los niveles de exposición al riesgo a niveles tolerables.

Riesgo sindical: Cementos Argos, en la actualidad cuenta con once sindicatos en el total de sus compañías y un 27% de sus colaboradores son sindicados. En sus políticas de gestión humana y código de conducta permite que sus colaboradores tengan derecho a afiliarse, constituir y establecer

¹³² GAITAN, Riaño. Sandra C. Burkenroad Colombia, junio 30 de 2016, Pag. 13

negociaciones colectivas. Dentro de su estrategia corporativa tiene el compromiso con la promoción y respeto de los derechos humanos de sus colaboradores.¹³³

Riesgo Legal o de Regulación: Cementos Argos tiene presencia en varios países del continente, por tanto, el riesgo legal y de regulación es bastante amplio si no se gestionan y se respetan de la mejor manera las leyes y políticas de cada país. Todos los procesos de explotación de los recursos naturales que utiliza para la fabricación de sus productos y la operación de sus plantas deben cumplir los estándares ambientales exigidos en los distintos países en donde opera. Para esto la compañía cuenta con todo un equipo técnico encargado de gestionar estos riesgos y monitorear el cumplimiento de las normas y regulaciones tanto legales y ambientales que los afecten.¹³⁴

Riesgo de pérdida de licencias o títulos: Este riesgo se puede presentar por no contar con las licencias, permisos, certificaciones o concesiones requeridas para la operación, ya sea por el no otorgamiento, vencimiento, pérdida o sanción por incumpliendo de parámetros asociados a títulos mineros, licencias ambientales, certificaciones BASC, PBIP, licencia zona franca u otras lo que puede ocasionar un cese de operaciones, desabastecimiento de materia prima, sanciones, multas y acciones legales relacionadas con incumplimientos asociados a licencias o concesiones. Cementos argos para mitigar este riesgo cuenta con un comité de seguimiento a títulos mineros y ambientales con la participación de equipos multidisciplinarios y transversales.

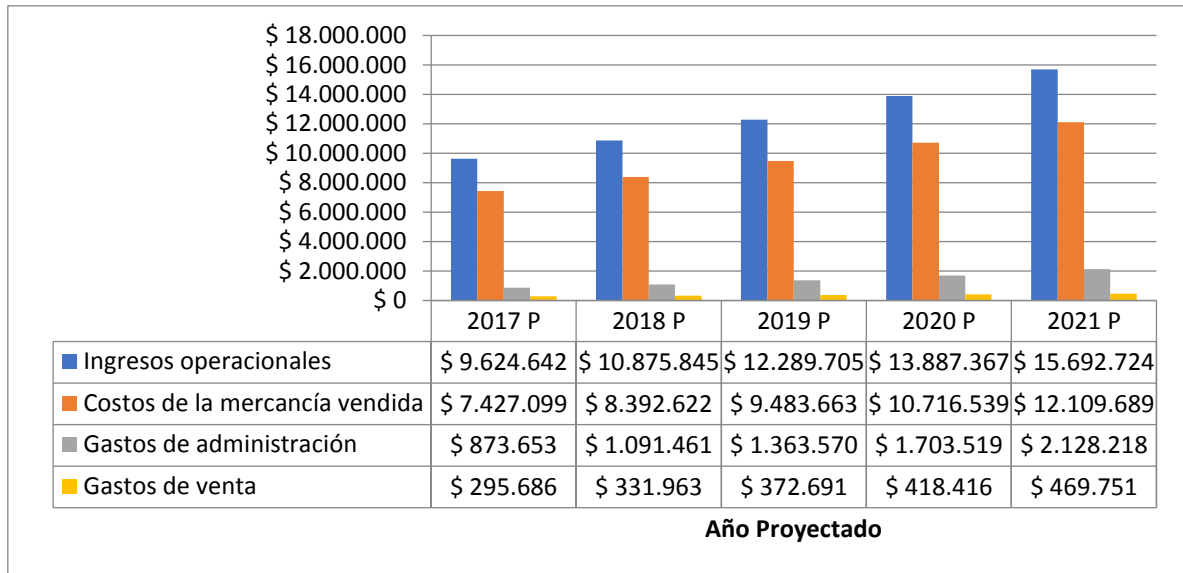
EVOLUCION HISTORICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

7.1. SUPUESTOS DE OPERACIÓN

Se supone un margen de crecimiento en sus ingresos operacionales del 13%, de costo de ventas del 13% al estar directamente relacionado con el ingreso. Además, un incremento del 25% para los gastos administrativos y del 12% para los gastos de venta por cada año proyectado. Se dan estos resultados debido a que la estrategia corporativa de Cementos Argos es la expansión y consolidación en el mercado.

¹³³ . Ibid.

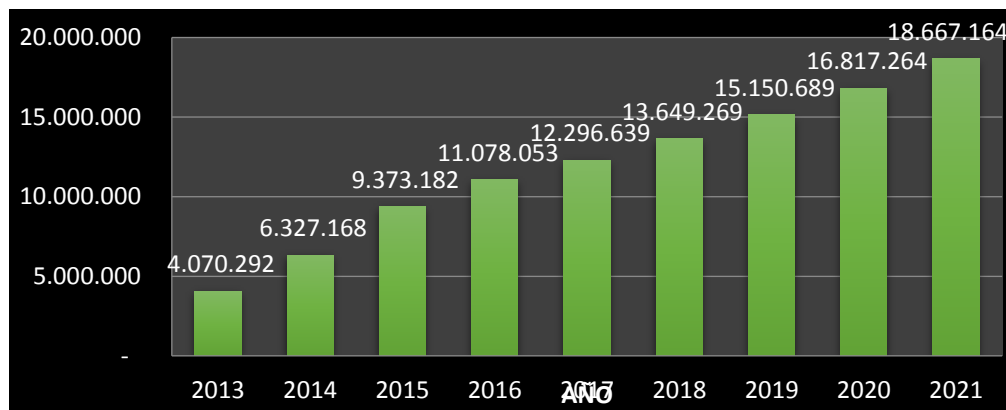
¹³⁴ GAITAN, Riaño. Sandra C. Burkenroad Colombia, junio 30 de 2016, Pag. 13

GRAFICO 5. GRAFICO. INGRESOS, COSTOS Y GASTOS.


Fuente: Elaboración propia

7.2. SUPUESTOS DE INVERSIÓN

Se evidencia un incremento en activos ya que Cementos Argos está haciendo adquisición de nuevas plantas y fabricas para expandir su capacidad de producción, del 2014 al 2015 sus activos fijos aumentaron 48%, de 2015 a 2016 aumento 18%, del 2017 al 2021 se proyecta un aumento del 11% anual en sus activos fijos.

GRAFICO 6. CAPEX Y ACTIVOS FIJOS


Elaboración propia

7.3. CAPITAL DE TRABAJO

Las cuentas por cobrar son las que tienen mayor porcentaje de participación dentro del capital de trabajo lo que hace que se vea afectado el flujo de caja futuro. Se evidencia un incremento del 4% en el incremento del KTNO en el año 2015 y del 21% en el año 2016 esto se da por el aumento de la producción y ventas en Estados Unidos ya que se adquirió una nueva planta en el año 2016.

TABLA 8. Capital de trabajo histórico

	2014	2015	2016
EFFECTIVO	502.583	545.708	531.666
CUENTAS POR COBRAR	1.154.456	1.107.215	1.430.419
INVENTARIOS	588.404	727.709	839.247
CUENTAS POR PAGAR	921.926	998.629	1.128.391
KTNO	1.323.517	1.382.003	1.672.941

Fuente: Elaboración propia

Se espera un aumento del 15% en el KTNO para el año 2017 y del 13% sucesivamente para los años siguientes, este seguirá apalancando en su mayoría por las cuentas por cobrar y el efectivo seguirá siendo menor, se debe optimizar la rotación de cartera para mantener mayor efectivo disponible.

TABLA 9. Capital de trabajo proyectado

	2017	2018	2019	2020	2021
EFFECTIVO	699.399	790.321	893.063	1.009.161	1.140.352
CUENTAS POR COBRAR	1.626.011	1.837.393	2.076.254	2.346.166	2.651.168
INVENTARIOS	936.501	1.058.246	1.195.818	1.351.275	1.526.940
CUENTAS POR PAGAR	1.339.830	1.514.008	1.710.829	1.933.237	2.184.557
KTNO	1.922.081	2.171.952	2.454.306	2.773.365	3.133.903

Fuente: Elaboración propia

La rotación de inventarios determina el tiempo en que tardan en venderse los productos. Mientras mayor sea la rotación, significa que la duración de los productos en la empresa fue corta, lo que refleja una buena gestión administrativa; en este caso, se puede ver que en promedio la rotación de

inventario de Cementos Argos S.A fue de 45 días lo que equivale aproximadamente a 1 mes y quince días.

La empresa posee una rotación promedio de cuentas por cobrar de 61 días promedio, la cual, no es mala teniendo en cuenta el tamaño de la empresa y que el recaudo de la cartera es una de las funciones más complejas dentro de una compañía, además hay que tener en cuenta que la empresa depende de los cambios internacionales de algunas monedas y están pueden perjudican directamente su operación.

Cementos Argos S.A tarda en promedio 65 días en pagar las cuentas a sus proveedores, lo que garantiza que la empresa no se vaya a quedar ilíquida en su ciclo de efectivo.

7. 4. COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL

Pasa calcular el costo promedio ponderado de capital (WACC) se tomaron los siguientes datos: tasa libre de riesgo de 5.83% tomada del Banco de la Republica del 29 de junio de 2017, la beta desapalancada de 0.7 y la tasa de mercado 8,40% según fuentes de Damodaran que es un referente académico.

El Costo Promedio Ponderado de Capital aumentó 0.08% en el año 2015 y disminución del -0.19% en el año 2016, esto se da al aumento del costo de la deuda y una disminución en el porcentaje de participación del patrimonio.

TABLA 10. Costo promedio ponderado de capital

Año	2014	2015	2016
WACC	5,39%	5,47%	5,28%
Kd	3,25%	4,84%	4,66%
KdT	2,1451%	2,9540%	2,7963%
BI	1,2020982	1,352251195	1,4033964
Ke	8,92%	9,31%	9,44%
T%	34%	39%	40%
Intereses	151.157	274.963	340.828
Deuda	4.650.828	5.677.949	7.313.237
Patrimonio	4.279.407	3.717.102	4.366.755
D%	52,08%	60,44%	62,61%
P%	47,92%	39,56%	37,39%

Elaboración propia

7. 5. IMPUESTOS

Según ley 1607 de 2012 creo la sobretasa CREE e impuesto CREE lo que hizo que las personas jurídicas pagaran mayor valor en el impuesto de renta, en el año 2016 se realizó una nueva reforma tributaria Ley 1819 de 2016 donde disminuyo la tasa impositiva del impuesto de renta y eliminó el CREE.

TABLA 11. Impuesto de renta

Año	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Base	25%	25%	25%	34%	33%	33%	33%	33%
CREE	9%	9%	9%					
Sobretasa CREE		5%	6%					

Fuente: Elaboración propia

CONCLUSIONES

Mediante los modelos utilizados en la valoración de Cementos Argos y teniendo en cuenta los análisis financieros usados, se obtiene un valor de la acción de \$11.876, el cual es muy cercano al valor de la acción que se está transando en el mercado de la bolsa de valores de Colombia.

Cabe señalar que como se proyectó una perpetuidad constante, la valoración estaría siendo conservadora al considerar que desde el año 2017 la empresa mantendrá su porcentaje de crecimiento en ventas constante

Debido a la expansión corporativas que está realizando Cementos Argos S.A adquiriendo plantas de producción con el fin de aumentar su ventas y participación en el mercado, se observa una fuerte inversión en tecnología, con el fin de optimizar sus operaciones y así aumentar sus márgenes de utilidad y producción. Cabe señalar que hasta el año 2016 la empresa genera un margen neto impulsado por los ingresos operacionales.

Cementos Argos S.A. genera Flujos de Caja positivos durante todo el periodo relevante, lo que significa que la empresa tendrá buena liquidez en los próximos cinco años para seguir impulsado sus planes de expansión e inversión, por consiguiente, se puede concluir que la empresa bajo este modelo, es atractiva para los accionistas.



BIBLIOGRAFIA

CERMENTOS ARGOS. Memorándum. Cementos Argos Reporta los Resultados Financieros del Primer Trimestre 2017

EL COLOMBIANO. Medellín 12, mayo, 2017. Cementos Argos tuvo pérdidas de \$45.544 millones

CEMENTOS ARGOS. Informe anual 2015.

CEMEX. Informe anual 2015.

LAFARGEHOLCIM. Annual Report 2015.

MANKIW, N. Gregory. Principios de economía, 6a edición, Cengage Learning, 2012

DANE. Indicadores económicos- alrededor de la construcción IV trimestre 2016.

PORTAFOLIO. Bogota D.C 26, febrero, 2017 Industria del cemento enfila sus baterías para este año.

CEMENTOS ARGOS. Informe de Accionistas 2016

LAFARGEHOLCIM. Informe Financiero Lafargeholcim Año 2015

GAITAN, Riaño. Sandra C. Burkenroad Colombia, junio 30 de 2016

FERNANDEZ, Pablo. Valoración de Empresas (2000)

GARCIA, Oscar. Valoración de empresas, gerencia de valor y EVA. (2003)

WEBGRAFIA



CEMEX COLOMBIA S.A. www.cemexcolombia.com

CEMENTOS ARGOS. <https://www.argos.co/ir/gobierno-corporativo/junta-directiva>

GRUPO ARGOS S.A. <https://www.argos.co/ir/perfil-corporativo/composicion-accionaria>

GRUPO ARGOS S.A. <https://www.argos.co/ir/perfil-corporativo/composicion-accionaria>

HOLCIM COLOMBIA. <http://www.holcim.com.co>

BLOOMBERG, <https://www.bloomberg.com/>

BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA, <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc>

BANCO DE LA REPÚBLICA DE COLOMBIA. <http://www.banrep.gov.co/>

DAMODARA, Aswath.

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

ANEXOS

ESTADO DE SITUACION FINANCIERA

CEMENTOS ARGOS (Expresado en millones de pesos colombianos)

	2014	2015	2016
<u>ACTIVO</u>			
Efectivo y equivalentes de efectivo	\$ 502.583	\$ 545.708	\$ 531.666
Instrumentos financieros derivados	\$ 30.254	\$ 22.114	\$ 1.420
Otros activos financieros	\$ 0	\$ 3.676	\$ 2.301
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, neto	\$ 1.116.325	\$ 1.071.587	\$ 1.318.499
Saldos a favor de impuestos	\$ 0	\$ 278.959	\$ 269.904
Inventarios	\$ 588.404	\$ 727.709	\$ 839.247
Gastos pagados por anticipado	\$ 47.799	\$ 64.268	\$ 78.992
Activos no corrientes mantenidos para la venta y distribución a los accionistas	\$ 0	\$ 10.114	\$ 8.373
Total activo corriente	\$ 2.285.365	\$ 2.724.135	\$ 3.050.402
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, neto	\$ 38.131	\$ 35.628	\$ 111.920
Inversiones en asociadas y negocios conjuntos	\$ 144.670	\$ 81.857	\$ 79.529
Instrumentos financieros derivados	\$ 0	\$ 324	\$ 650
Otros activos financieros	\$ 3.945.178	\$ 1.466.654	\$ 1.389.944
Otros activos intangibles, neto	\$ 11.220	\$ 1.202.700	\$ 1.117.529
Activos biológicos	\$ 0	\$ 20.242	\$ 20.870
Propiedad, planta y equipo, neto	\$ 6.327.168	\$ 9.373.182	\$ 11.078.053
Propiedades de inversión, neto	\$ 0	\$ 153.033	\$ 153.976
Crédito mercantil	\$ 0	\$ 1.836.087	\$ 1.753.268
Activo por impuesto diferido	\$ 0	\$ 550.883	\$ 396.172
Gastos pagados por anticipado y otros activos	\$ 2.415.367	\$ 2.273	\$ 4.490
Total activo no corriente	\$ 12.881.734	\$ 14.722.863	\$ 16.106.401
TOTAL ACTIVOS	\$ 15.167.099	\$ 17.446.998	\$ 19.156.803

**PASIVO**

Obligaciones financieras	\$ 653.781	\$ 1.145.372	\$ 2.485.743
Pasivos comerciales y cuentas por pagar	\$ 887.714	\$ 988.134	\$ 1.118.894
Impuestos, gravámenes y tasas	\$ 120.548	\$ 323.805	\$ 238.443
Pasivo por beneficios a empleados	\$ 87.768	\$ 145.041	\$ 146.716
Provisiones	\$ 0	\$ 86.055	\$ 88.947
Otros pasivos financieros	\$ 469.765	\$ 45.019	\$ 0
Instrumentos financieros derivados	\$ 0	\$ 0	\$ 102.555
Bonos en circulación y acciones preferenciales	\$ 191.400	\$ 263.840	\$ 475.621
Ingresos recibidos por anticipado y otros pasivos	\$ 0	\$ 154.955	\$ 181.198
Total pasivo corriente	\$ 2.410.976	\$ 3.153.077	\$ 4.838.941
Obligaciones financieras	\$ 1.655.715	\$ 2.283.782	\$ 2.402.996
Pasivos comerciales y cuentas por pagar	\$ 34.212	\$ 10.495	\$ 9.497
Pasivo por beneficios a empleados	\$ 227.060	\$ 245.395	\$ 287.129
Instrumentos financieros derivados	\$ 0	\$ 172.156	\$ 8.901
Provisiones	\$ 0	\$ 186.920	\$ 180.670
Bonos en circulación y acciones preferenciales	\$ 2.149.932	\$ 1.984.955	\$ 1.948.877
Otros pasivos	\$ 0	\$ 8.720	\$ 43.063
Pasivo por impuesto diferido	\$ 103.463	\$ 663.992	\$ 363.150
Total pasivo no corriente	\$ 4.170.382	\$ 5.556.415	\$ 5.244.283
TOTAL PASIVO	\$ 6.581.358	\$ 8.709.492	\$ 10.083.224
INTERESES MINORITARIOS	\$ 454.948		
PATRIMONIO	\$ 8.130.793	\$ 8.737.506	\$ 9.073.579
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	\$ 15.167.099	\$ 17.446.998	\$ 19.156.803

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRAL HISTÓRICO

Cementos Argos S.A. y Subsidiarias

Cifras expresadas en millones de pesos colombianos

	2014	2015	2016
OPERACIONES CONTINUADAS			
Ingresos operacionales	\$ 5.802.885	\$ 7.912.003	\$ 8.517.382
Costos de la mercancía vendida	\$ 4.468.032	\$ 6.097.927	\$ 6.595.353
Utilidad bruta	\$ 1.334.853	\$ 1.814.076	\$ 1.922.029
Gastos de administración	\$ 449.955	\$ 598.662	\$ 699.310
Gastos de venta	\$ 211.643	\$ 264.387	\$ 263.373
Utilidad operativa	\$ 673.255	\$ 939.185	\$ 982.361
Gastos financieros, netos	\$ 151.157	\$ 274.963	\$ 340.828
Utilidad antes de impuesto sobre la renta	\$ 522.098	\$ 696.542	\$ 669.866
Impuesto sobre la renta	\$ 193.528	\$ 126.905	\$ 107.354
Utilidad del ejercicio de operaciones continuadas	\$ 328.570	\$ 569.637	\$ 562.512
Operaciones discontinuadas neta, después de impuestos	-\$ 58.584	-\$ 13.315	\$ 0
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	\$ 269.986	\$ 556.322	\$ 562.512



ESTADO DE RESULTADO INTEGRAL PROYECTADO

Cementos Argos S.A. y subsidiarias

Cifras expresadas en millones de pesos colombianos

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
OPERACIONES CONTINUADAS					
Ingresos operacionales	\$ 9.624.642	\$ 10.875.845	\$ 12.289.705	\$ 13.887.367	\$ 15.692.724
Costos de la mercancía vendida	\$ 7.427.099	\$ 8.392.622	\$ 9.483.663	\$ 10.716.539	\$ 12.109.689
Utilidad bruta	\$ 2.197.542	\$ 2.483.223	\$ 2.806.042	\$ 3.170.827	\$ 3.583.035
Gastos de administración	\$ 873.653	\$ 1.091.461	\$ 1.363.570	\$ 1.703.519	\$ 2.128.218
Gastos de venta	\$ 295.686	\$ 331.963	\$ 372.691	\$ 418.416	\$ 469.751
Utilidad operativa	\$ 1.123.069	\$ 1.269.068	\$ 1.434.047	\$ 1.620.473	\$ 1.831.135
Gastos financieros, netos	\$ 299.664	\$ 338.621	\$ 382.642	\$ 432.385	\$ 488.595
Utilidad antes de impuesto sobre la renta	\$ 823.405	\$ 930.447	\$ 1.051.406	\$ 1.188.088	\$ 1.342.540
Impuesto sobre la renta	\$ 279.958	\$ 307.048	\$ 346.964	\$ 392.069	\$ 443.038
Utilidad del ejercicio de operaciones continuadas	\$ 543.447	\$ 623.400	\$ 704.442	\$ 796.019	\$ 899.502
Operaciones discontinuadas neta, después de impuestos					
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	\$ 543.447	\$ 623.400	\$ 704.442	\$ 796.019	\$ 899.502



FLUJO DE CAJA LIBRE HISTORICO

Cementos Argos S.A. y subsidiarias

Cifras expresadas en millones de pesos colombianos

FCL	2014	2015	2016
UTILIDAD OPERATIVA	673.255	939.185	982.361
DEPRECIACION Y AMORTIZACION	304.894	580.271	611.602
EBITDA	978.149	1.519.456	1.593.963
VARIACION KTNO	-372.809	-58.486	-290.938
VARIACION PROPIEDAD, PLANTA Y EQUIPO	-2.256.876	-3.046.014	-1.704.871
FLUJO DE CAJA LIBRE	-1.651.536	-1.585.044	-401.846



Flujo de Caja Libre Proyectado

Cementos Argos S.A. y subsidiarias

Cifras expresadas en millones de pesos colombianos

FCL	2017	2018	2019	2020	2021
UTILIDAD OPERATIVA	1.123.069	1.269.068	1.434.047	1.620.473	1.831.135
DEPRECIACION Y AMORTIZACION	678.878	753.555	836.446	928.455	1.030.585
EBITDA	1.801.947	2.022.623	2.270.493	2.548.928	2.861.720
VARIACION KTNO	-249.140	-249.871	-282.354	-319.060	-360.537
VARIACION PROPIEDAD, PLANTA Y EQUIPO	-	-1.352.630	-1.501.420	-	-
FLUJO DE CAJA LIBRE	334.221	420.122	486.720	563.293	651.283

VALORACIÓN DE LA EMPRESA CANACOL ENERGY LTD.

David Agudelo García¹³⁵

Diana Lorena Ballesteros Bernal¹³⁶

Luisa María López Grajales¹³⁷

RESUMEN DE INVERSIÓN

Para que un inversionista tome una decisión debe basarse en varias guías que le permitan direccionarse en el camino menos riesgoso y más lucrativo, por ello esta valoración por medio de Flujo de Caja Libre Descontado permite que el inversionista observe en qué estado se encuentra la compañía Canacol Energy y la valoración real del precio de la acción.

Si bien la empresa ha tenido desarrollos recientes importantes que les ha permitido disminuir costos como las perforaciones hechas en Cañahuatú 1 y Toronja, las cuales han sido realizadas en tiempo récord gracias a la tecnología utilizada. La misma ha tenido unos decrecimientos en los márgenes de rentabilidad muy fuertes en los últimos dos años, esto producto principalmente de la caída del precio internacional del petróleo que ha hecho estragos en la economía nacional y mundial.

Dado lo anterior, la recomendación que se desliga de la siguiente valoración, es vender. Esta recomendación está soportada en el precio de acción obtenido de COP\$7.714, máxime cuando se observa que para el 1 de agosto de 2017 la acción se cotizó en la Bolsa de Valores de Colombia en COP\$10.040 lo que supone una pérdida del 27% por acción.

Palabras claves - Flujo de Caja Libre (FCL), Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC), Proyecciones, Valor Presente, Exploración, Producción, Gradiente de Crecimiento (G), Porcentaje De Participación, Precio Accionario, Bolsa de Valores de Colombia (BVC)

ABSTRACT

For an investor to make a decision must rely on several guides that allow him to address in the least risky and most lucrative way, so this valuation through Discounted Free Cash Flow allows the investor to observe in which state the company is located Canacol Energy and the actual valuation of the share price.

¹³⁵ Contador Público de la Universidad Libre seccional Pereira

¹³⁶ Contadora Pública de la Universidad Libre seccional Pereira

¹³⁷ Contadora Pública de la Universidad Libre seccional Pereira

Although the company has had important recent developments that have allowed them to reduce costs such as drilling made in Cañahuaté 1 and Toronja, which have been made in record time thanks to the technology used. The same has had decreases in profit margins very strong in the last two years, mainly due to the fall in the international price of oil that has wreaked havoc on the national and global economy.

Given the above, the recommendation that is removed from the next valuation, is to sell. This recommendation is supported by the share price obtained of COP \$ 7,714, especially when it is observed that on August 1, 2017 the share was listed on the Colombian Stock Exchange at COP \$ 10,040, which represents a loss of 27% per share.

Keywords - Free Cash Flow (FCL), • Weighted Average Cost of Capital (WACC), Projections, Present value, Exploration, Production, Growth gradient (g), Percentage of participation, Stock price, Colombian Stock Exchange (BVC).

INTRODUCCIÓN

Como estudiantes del programa de Contaduría Pública de la Universidad Libre seccional Pereira se realizó como opción de grado el seminario en Valoración de Empresas en colaboración con la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM), donde se fortaleció los conocimientos adquiridos durante el transcurso de toda la carrera en el área de finanzas. Es así como se decide realizar la valoración de la compañía Canacol Energy Ltd. y poner en práctica lo aprendido.

En el presente trabajo se pondrá en práctica el método de valoración de flujo de caja libre descontado con el fin de hallar el precio por acción de la empresa Canacol Energy, sin dejar a un lado la realización de un análisis profundo y detallado de su historia, antecedentes, infraestructura además de la estructura que se encuentra detrás de ella, a su vez se tendrá en consideración todos los efectos económicos tanto micro como macro que afectan directa o indirectamente las finanzas de la compañía y como ella misma es capaz de mitigar los riesgos para proveer una seguridad y confianza a sus inversionistas.

Al final se llegarán a unas proyecciones partiendo de sus Estados Financieros y se obtendrá el valor actual de la compañía, de esta manera se logrará hacer la valoración de la empresa y poder hacer las recomendaciones pertinentes dependiendo del estado actual y futuro por el cual atravesará la compañía y que puede ser lo más objetivo para sus diferentes accionistas e inversionistas.

MARCO TEÓRICO

Valorar una empresa no solo debe basarse en algo tan simple como números o cifras, ya que en un entorno empresarial se pueden dar infinidad de variantes, estas variaciones pueden lograr que un inversionista tome decisiones diferentes dependiendo de las posibilidades de generación de valor.

Para determinar dicho valor los especialistas de la materia han aceptado varios métodos los cuales son más precisos a la hora de valorar, y de esta manera se podrá llegar al precio actual de la Compañía Canacol Energy.

El método por excelencia para la valoración de empresas es por medio de flujos de caja descontados, el cuál es un medio para traer proyecciones futuras con información real y así lograr obtener un valor actual; siendo este uno de los muchos métodos válidos y utilizados por expertos en todo el mundo.

El Flujo de Caja Libre (FCL), es el que posee mejor teoría y mayor precisión en comparación con los demás métodos; se encuentra directamente relacionada con la utilidad y el valor agregado de la empresa.

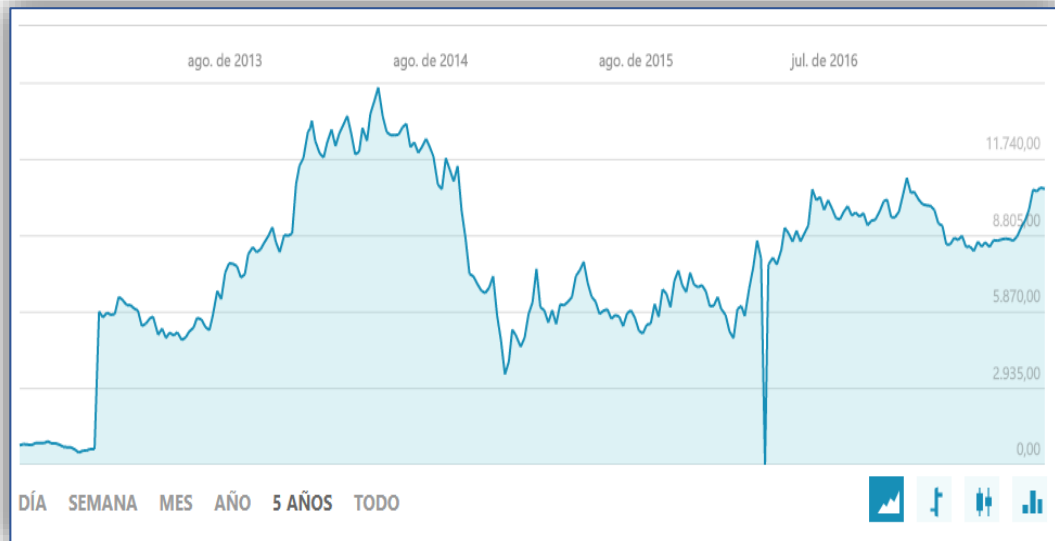
Se podría considerar que el FCL es la metodología base para dar apertura a nuevos métodos de valoración que permitan cada vez alcanzar una mayor precisión en la opinión sobre el valor de una compañía.

También se debe tener en cuenta que, al finalizar dicha metodología, este valor tendrá una fuerte probabilidad de variación de acuerdo al comportamiento del mercado o de la economía en la que se nueva dicha empresa.

ANÁLISIS DE INVERSIÓN

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

A pesar del movimiento y de los factores externos e internos que pudiesen afectar la acción, ésta se ha mantenido entre \$10.480 precio registrado en Abril del 2017 y \$10.980 registrado el 31 de Julio de 2017 lo que permite observar una estabilidad momentánea por la alta bursatilidad de la acción y sus avances en materia de exploración de nuevos pozos.

Figura 31 Variación del precio de la Acción durante los últimos cinco años

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

TESIS DE INVERSIÓN

Para el sector petrolero y en especial para Canacol Energy, deberá cambiar su estrategia o buscar alternativas para compensar los bajos precios del petróleo a nivel mundial ya que debe volver más atractivas las acciones y lograr que los inversionistas deseen adquirir más, por el momento en estos últimos tres (3) años Canacol no ha podido suplir las pérdidas continuas y los inversionistas no observan probabilidad de unos rentables y atractivos dividendos, por el contrario dichas acciones tienden más a colocarse a la venta que a la compra.

En el mediano plazo Canacol Energy pretende poner en funcionamiento sus nuevos pozos en el tiempo menos posible acompañado de mínimos costos, lo que podría ayudar a un repunte en la utilidad y mitigar la problemática del corto plazo.

En cuanto a la producción del gas Canacol se encuentra sola en dicho mercado, pero esto desde la perspectiva de producción privada de gas ya que aparte de la compañía estatal Ecopetrol, Canacol es la líder en Colombia en extracción de gas, lo que le sirve de respaldo frente a los malos momentos del mercado petrolero.

Pero no todo es malo para Canacol ya que con el nuevo descubrimiento del pozo Picoplata1 en el cual se determinó que se realizará una producción de 19 a 120 barriles de petróleo por día (bopd), en dicho pozo se encontraron 5 bloques de posible crudo, de los cuales tres son de Canacol como operador y los otros dos para su socio ConocoPhillips.

VALORACIÓN

El método de valoración escogido fue el de Flujo de Caja Libre Descontado, bajo este método se toman los estados financieros de tres periodos ya transcurridos (2014, 2015, 2016) con los cuales se proyectan los cinco periodos futuros (2017, 2018, 2019, 2020, 2021) y así lograr observar el comportamiento de la compañía. Por su parte se realizó el cálculo del costo promedio ponderado de capital a través del Modelo de Valoración de Activos Financieros por sus siglas en inglés CAPM el cual será la tasa con la que se retornaran los flujos de futuros para ver reflejado el precio de la acción al valor actual. De esta manera se obtiene un precio de acción de COP\$7714 como se puede apreciar en la Tabla 1.

Tabla 49. Valoración de Canacol Energy a través de Flujo de Caja Libre Descontado

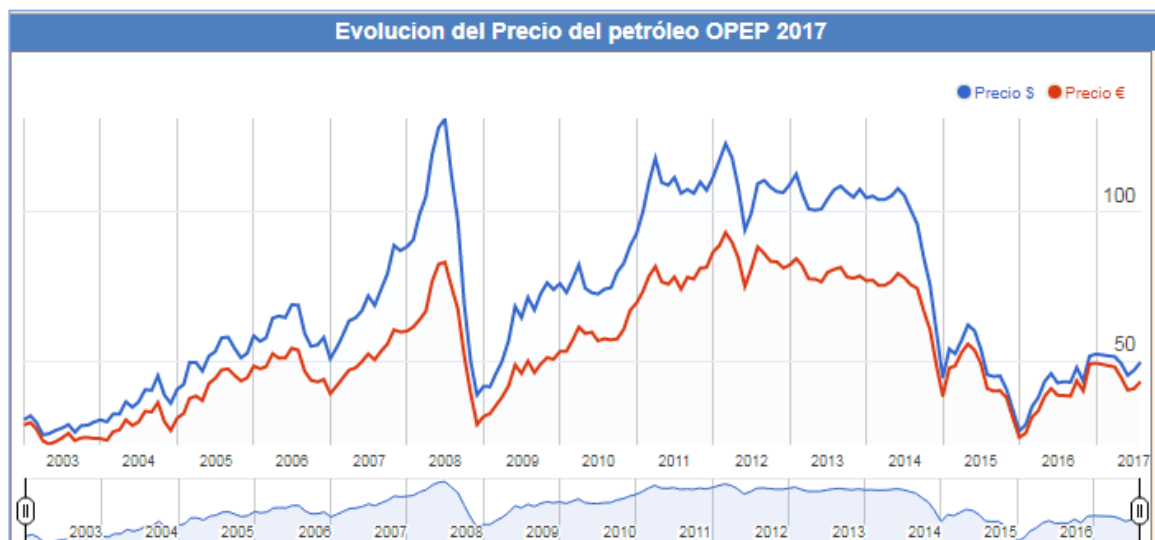
Gradiente de crecimiento	2%
Valor de continuidad	728826.2023
WACC	9.69%
Acciones en Circulación	174359000
Valor presente flujo de caja libre del periodo relevante	\$458,897.92
Valor presente del periodo de continuidad	133,352.27
Valor de las operaciones	\$592,250.20
Activos no Operativos	17740
Exceso de Efectivo	87798
Valor presente de los Pasivos	249443
Valor del Patrimonio en miles de USD	\$448,345.20
Valor de Patrimonio en COP	\$1,345,035,593,248
Tasa de Cambio	\$3,000
VALOR DE LA ACCIÓN	7,714

Fuente: Elaboración propia

Al obtener los porcentajes de variaciones año tras año se espera que durante este año el ingreso se contraiga un 27%, decrecimiento mayor al registrado en el año 2016 donde se redujo el 1% comparado con el resultado del 2015. Esta disminución se percibe directamente en una contracción del 7% en el margen de utilidad para el 2016. Estos datos avalan el comportamiento que ha tenido el sector petrolero nacional e internacional, donde en el 2016 tuvieron su mayor decrecimiento.

Lo anteriormente mencionado se puede confirmar si se observa el comportamiento que ha tenido el precio WTI del petróleo durante los últimos años.

Figura 32. Evolución del precio del petróleo



Fuente: Datos macro

Como se observa a mediados del 2014 fue la caída más fuerte y de la cual no ha podido recuperarse, en 2016 tuvo un pequeño repunte ya que se creía que la demanda crecería debido al crecimiento abismal del dólar, pero dicha proyección no se cumplió y además la exagerada oferta de los países árabes en producción de crudo no permite un repunte del valor del petróleo.

Ya entrando en materia y finalizando este apartado, el paso a continuar fue el de obtener los distintos escenarios que podrían darse de acuerdo con las variaciones que se podrían presentar en los años proyectados.

Tabla 50 Escenarios de Valoración

		WACC				
		-1%	-0.50%	Esperado	0.50%	1%
g	-1%	\$8,123	\$7,423	\$6,806	\$6,259	\$5,770
	-0.50%	\$8,697	\$7,916	\$7,232	\$6,630	\$6,095
	Esperado	\$9,357	\$8,477	\$7,714	\$7,047	\$6,459
	0.50%	\$10,124	\$9,123	\$8,263	\$7,518	\$6,866
	1%	\$11,026	\$9,872	\$8,894	\$8,054	\$7,327

Fuente: Elaboración propia.

En la Tabla 2, se puede observar que si el gradiente de crecimiento aumenta en un 1% y el WACC disminuye en 1% sería el panorama más rentable para la compañía ya que la compañía alcanzaría un precio por acción de \$11.026, muy por encima de las cifras en las que se encuentran actualmente, aumentaría en un 3,8% del precio de cierre a 1 de agosto de 2017. Por el contrario, si el gradiente de crecimiento disminuye en el 1% y el costo promedio ponderado de capital aumenta en la misma cantidad se obtiene un precio mínimo de COP\$5.770.

ANALISIS DE LA INDUSTRIA

2.1 TAMAÑO DE LA INDUSTRIA. ESTRUCTURA, FUENTES DE CREACIÓN DE VALOR.

Tamaño de la Industria: El sector del petróleo es una de las más grandes Industrias debido a su alto grado de fondos para realizar operaciones además tiene un efecto colateral con el medio ambiente. El petróleo en los últimos tiempos se ha venido consolidando como uno de los factores de mayor importancia para la economía colombiana, el sector de hidrocarburos aporta cerca del 5% del PIB y aproximadamente el 20% de los ingresos corrientes del gobierno nacional central.¹³⁸

El petróleo constituye hoy en día el motor de la economía colombiana, por ser el principal generador de renta externa por encima del café, producto tradicional de exportación, y por ser la fuente principal de rentas para las regiones, bien a título de regalías por su explotación o por contribuciones fiscales; el sector del gas en Colombia es de gran importancia ya que su competencia

¹³⁸ Recuperado de la página Centro de Investigación Económica y Social. SECTOR DEL PETROLEO. Disponible en:

<http://www.repository.fedesarrollo.org.co/handle/11445/2918?show=full> Citado el 16 de agosto de 2017

es muy baja, esto se debe a tres factores: una regulación sectorial intervencionista, leyes de competencias confusas y una alta concentración de la propiedad.

La caída en el precio del crudo se presentó en el segundo semestre del 2014 en donde se contrajo el precio del barril hasta en un sesenta por ciento (60%), luego de haber tenido estas reducciones significativas el precio del petróleo empezó a registrar alta volatilidad logrando así una recuperación moderada en su valor pero solo se logró mantener estable por un periodo de tiempo muy corto, existen variables macroeconómicas que intervienen en la cotización del crudo como son la tasa de cambio, los términos de intercambio y la inversión extranjera directa, además de la inflación y el crecimiento, también las políticas fiscales, la sostenibilidad del sector externo y la dinámica del ingreso nacional.

Colombia cuenta con reservas de crudo equivalentes a 2.002 millones de barriles que son aproximadamente iguales a 5,5 años de consumo, además de esto se busca incrementar con los nuevos hallazgos y con los programas de mejoramiento en donde para el 2017 el Gobierno estableció una meta de producción petrolera de 865.000 barriles por día (bpd). En cuanto se trata del gas natural este descendió un 19,2 % a 909 millones de pies cúbicos por día comparado con el año anterior.¹³⁹

Figura 33. Distribución del Producto Interno Bruto por sectores económicos

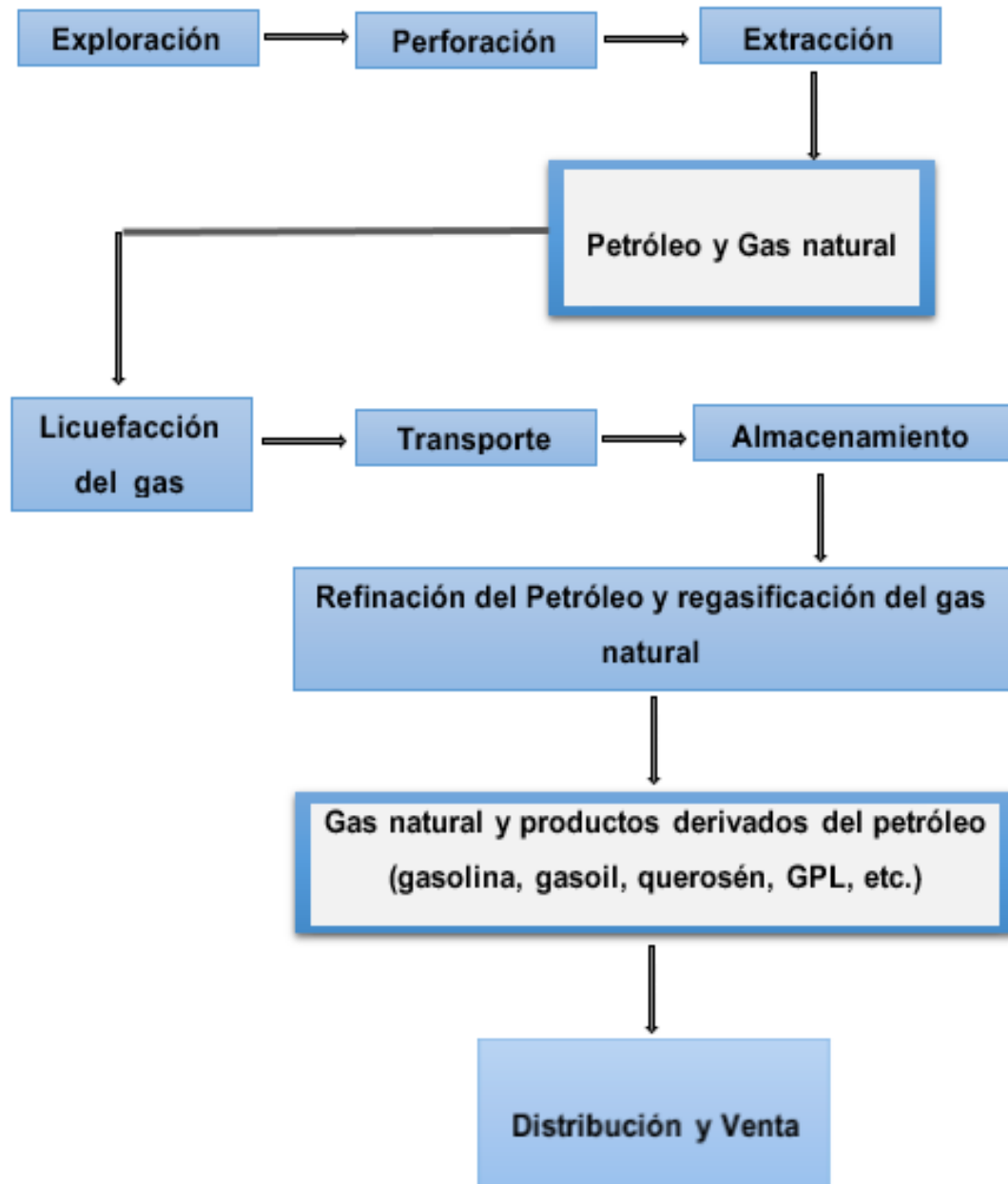


Fuente: Tomado de la página DANE Producto Interno Bruto del 2016.

¹³⁹ Tomado de la página Portafolio. Sector del Petróleo actualmente <http://www.portafolio.co/economia/produccion-de-petroleo-en-colombia-marzo-de-2017-505117> citado el 17 de agosto de 2017

Estructura. A continuación, se presenta la estructura del sector petrolero en Colombia en la Figura 4.

Figura 34. Estructura del sector petrolero en Colombia



Fuente: Tomado de la página PRECIOS DE TRANSFERENCIA Estructura del sector

Fuentes de Creación de Valor: Todas las empresas dedicadas y que operan en el sector de la industria del petróleo y del gas tienen la posibilidad de contar con personal altamente capacitado para lograr una excelente planeación o liderazgo estratégico y poder dar diferentes plus a la compañía en la cual labora al descubrir nuevos yacimientos u optimizar los actuales, al disminuir los costos de transporte, de exploración, de precisión, extracción y de los diferentes procesos que intervienen para la obtención de los productos y así lograr nutrir de energía al país. Esto no sólo permitirá incrementar el valor de la misma compañía, sino que beneficiara a toda una comunidad en general.

2.2 FACTORES MACROECONÓMICOS QUE INFLUYEN SOBRE LA INDUSTRIA.

El sector petrolero da al PIB Colombiano 4,5%; las diferentes fluctuaciones que ha venido presentando el precio del petróleo han provocado que la producción de barriles colombianos descienda a miles de barriles por día (Mbbl/d).

Por otra parte observando la balanza de pagos se puede observar que la industria del hidrocarburo aporta un 52% de las Exportaciones Colombianas, y el restante es proveniente de la inversión extranjera directa. Por lo cual esto repercute en que en el país se tenga un déficit fiscal puesto que las previsiones del gobierno nacional se fueron a pique por la repentina caída del precio del petróleo. Debido a las anteriores causas se prevé despidos en las compañías del sector lo que sería un golpe directo al aumento en el desempleo en Colombia.¹⁴⁰

2.3 REGULACIÓN DE LA INDUSTRIA

El ente encargado de vigilar y reglamentar todo lo relacionado con la Actividades relacionadas con el subsuelo es el Ministerio de Minas y Energía, el cual posee el código de petróleos y disposiciones legales. En este se encuentran todas las normatividades para el uso del subsuelo ya que este pertenece al Estado colombiano, lo que refiere que el gobierno recibe regalías por la explotación de los recursos naturales y por ende debe crear normatividades para recibir, controlar y vigilar dichas actividades, por lo cual expidió el decreto 1056 del 20 de abril de 1953.

Por su lado la Agencia Nacional de Hidrocarburos de Colombia es la encargada de administrar todas las áreas hidrocarburíferas de la Nación, las determina para su exploración y explotación evaluando el potencial del sector. Otras entidades regulatorias son: Asociación Colombiana de Ingenieros del Petróleo (ACIPET) esta es una organización que reúne a los diferentes profesionales incluyendo a ingenieros de petróleo que trabajan en el sector industrial; esta asociación busca velar por su bienestar y desarrollo integral. Otra institución encargada de la regulación de la industria es la Asociación Colombiana de Petróleo dedicada a reunir las entidades privadas de Colombia que

¹⁴⁰ Tomado de la página INTELIGENCIA PETROLERA factores económicos Disponible en: www.inteligenciapetrolera.com.co citado el 11-06-2017

desarrollan actividades de Exploración, Explotación, transporte y distribución de petróleo, además encargados de distribuir los lubricantes líquidos, lubricantes y gas natural.

2.4 DETERMINANTES DEL PRECIO

En los últimos años el precio del petróleo y de gas natural han tenido variaciones significativas debido a factores globales y regionales, afianzado en los principios básicos de oferta y demanda, los cambios en los inventarios, la tasas de cambio; el efecto negativo que ha tenido el precio del petróleo a nivel mundial es debido al alto crecimiento de la producción de crudo por parte de los países árabes, además sumarle que debido a la guerra en Siria, algunos países les han comprado crudo a un menor precio repercutiendo en la demanda, ya que la oferta es supremamente superior que la demanda, también a este efecto negativo hay que sumarle que las grandes potencias les están apuntando a convertir todos los motores y todos sus vehículos a híbridos con energía y gasolina, dándole un duro golpe a la venta de gasolina; teniendo en cuenta dichos factores anteriores a largo plazo no se ve probable que llegue a subir dichos precios y antes se prevé que se coloquen más a la baja.

3. DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

3.1 HISTORIA, LOCALIZACIÓN E INFRAESTRUCTURA.

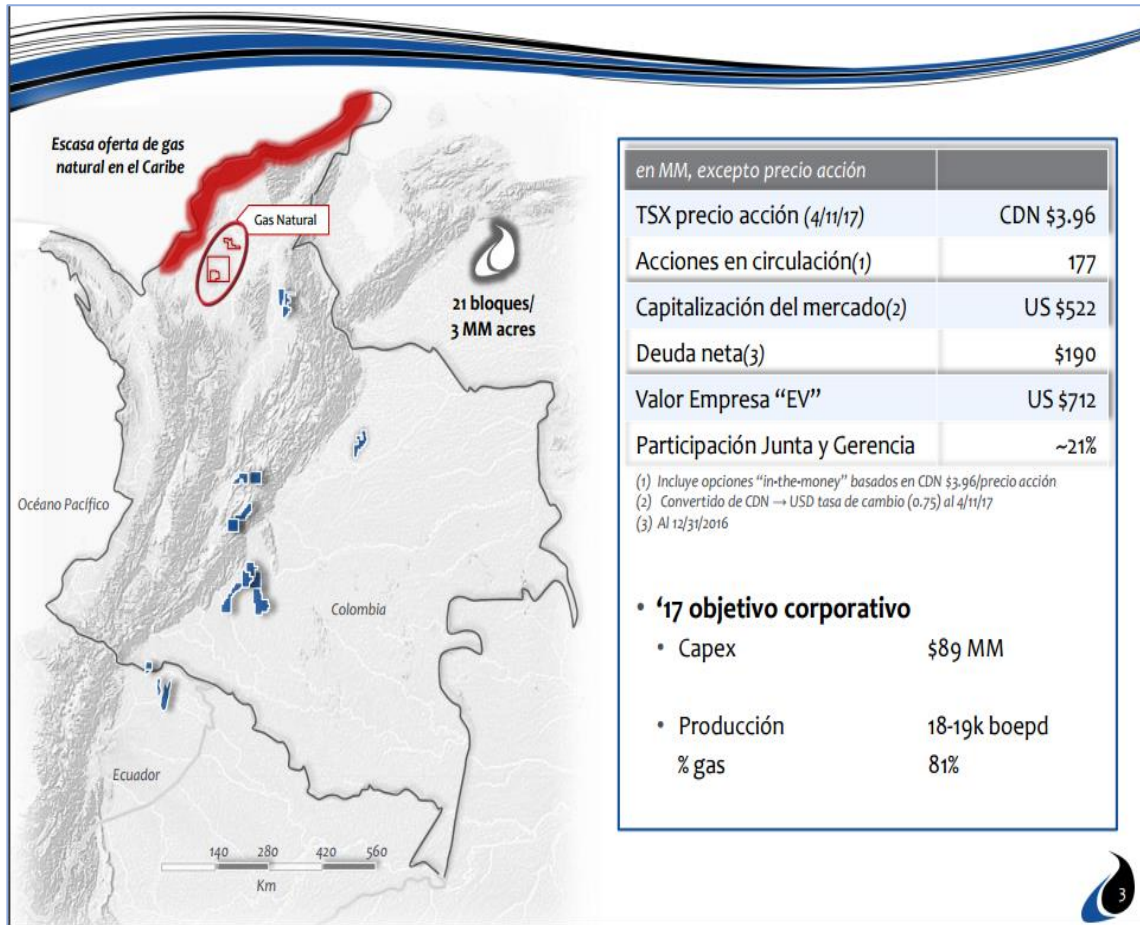
Canacol Energy LTD es una empresa canadiense que inicia sus operaciones en el año 2008, su enfoque inicial fue el crudo pesado en Colombia, iniciando con el descubrimiento del campo "CAPELLA" ubicado en la cuenca del Caguán – Putumayo, ese mismo año adquirieron del campo "RANCHO HERMOSO" localizado en las cuenca de los llanos orientales, y por ultimo una en la Cuenca de Magdalena lo que les permitió entrar a la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), en el 2011 adquirió la compañía Carrao Energy lo cual ayudo a crecer en los llanos.

En el 2012 ya consolidada la empresa y ya con un mayor musculo financiero pudo adquirir la empresa pública Shona Energy la cual le permitió a la compañía acceder a una mayor producción de reservas de vida de gas y alta tasa de crudo pesado convencional; ya de este año hasta la actualidad Canacol se ha ido afianzando en el sector petrolero firmando grandes contratos y adquiriendo nuevas reservas que le permiten poseer unas bases firmes para mantenerse en el mercado¹⁴¹.

Canacol Energy cuenta con Diferentes bloques de Campos en el territorio nacional como se ve representado en la Figura 5.

¹⁴¹ CANACOL ENERGY Localización. Disponible en: <http://www.canacolenergy.com/i/pdf/ppt-esp/presentacion.pdf> citada el 11-06-2017

Figura 35. Localización de Canacol Energy LTD.



Fuente: Canacol Energy

INFRAESTRUCTURA

Canacol Energy cuenta con las siguientes propiedades para la operación de la compañía:

OGX-Colombia

Campo Rancho Hermoso

Filial Empresa Carrao Energy



Filial Empresa Shona Energy

Contrato E&P SSJN-7 Colombia

Cuencas en exploración y explotación

Cuenca del Valle Inferior del Magdalena: Bloque la esperanza (VIM5 y VIM19, Toronja 1)

Cuenca de los Llanos Orientales: Bloque Llanos 23 (Labrador-Maltes-Pointer y Leono – Pantro - Tigro)

Cuenca Valle Medio del Magdalena: Pozos (Oso pardo 1 y Morsa)

Cuenca Caguan – Putumayo: Contratos de exploración (Achapo, Cedrela) RENUNCIO (Ombú, Portofino, Sangretoro, Serranía) VIGENTE

Cuenca Cordillera Oriental: Contratos de exploración (COR 4, COR 11 Y COR 39)

3.2 ANÁLISIS FODA

A continuación, se realiza el análisis de las fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas de la compañía.

Tabla 51. Matriz FODA

FORTALEZAS	DEBILIDADES
<p>Posee varios campos petroleros altamente rentables lo cuales se prevé alta oportunidad en ellos.</p> <p>Estructura empresarial capacitada para capitalizar proyectos.</p> <p>Ser el Líder en Producción de Gas y poseer inversión extranjera directa.</p>	<p>Elevados costos en la infraestructura de la compañía.</p> <p>Inversiones en otros campos no propios de la actividad, los cuales generan un sobre costo.</p> <p>El manejo de la administración no ha sido el idóneo ya que la empresa va en un decrecimiento.</p>
OPORTUNIDADES	AMENAZAS
<p>Exploración en reservorios petrolíferos más profundos.</p> <p>Expandir sus mercados más allá de Colombia, Ecuador y México.</p> <p>Vender a precio ecuatoriano lo cual le permite no verse afectado por la devaluación del peso colombiano frente a otro tipo de moneda.</p>	<p>Mercado Latinoamericano muy competitivo.</p> <p>Fluctuaciones bajas en el precio internacional del petróleo que afecta directamente en el precio nacional del sector.</p> <p>Dificultad al conseguir licencias frente a sus competidores.</p>

Fuente: Elaboración propia.

3.3 PRODUCTOS Y SERVICIOS.

Los servicios que tiene Canacol Energy son la exploración de Campos Petrolíferos y de Gas, además de la generación de Energía y entre sus productos maneja el Crudo Pesado, Liviano, Convencional y Gas Natural.

3.4 ESTRATEGIA

El pilar fundamental de Canacol Energy está centralizado en la alta experiencia de sus funcionarios, ya que su amplio conocimiento permite a la compañía invertir en zonas de mayor riesgo donde otras no ven oportunidad y las cuales son más rentables; “la gerencia de la empresa tiene la capacidad de visualizar una oportunidad, la habilidad de capitalizarla y la agilidad para actuar rápidamente”.¹⁴²

Para el 2016 la empresa se enfocó en los contratos de gas natural de la corporación esperanza y VIM 5 buscando alcanzar la obtención de 14.000 barriles de petróleo por día (boepd) aproximadamente, conjuntamente se concertó la mercantilización de gas natural situados en Clarinete y Oboe, colocando en marcha el proyecto en estos dos campos nuevos.

La compañía Canacol Energy puede manejar diferentes estrategias:

La estrategia que le ayuda a soportar la fluctuación del mercado Colombiano es su forma de venta, ya que al vender a precio ecuatoriano (dólar) le permite cubrirse frente a las devaluaciones del peso colombiano (COP).

Maximizar el potencial de los campos actuales y la búsqueda de nuevos proyectos rentables con el fin de mejorar los flujos de caja libre (FCL) y que lleve a la compañía a verse más atractiva para los inversionistas.

3.5 DESARROLLOS RECIENTES

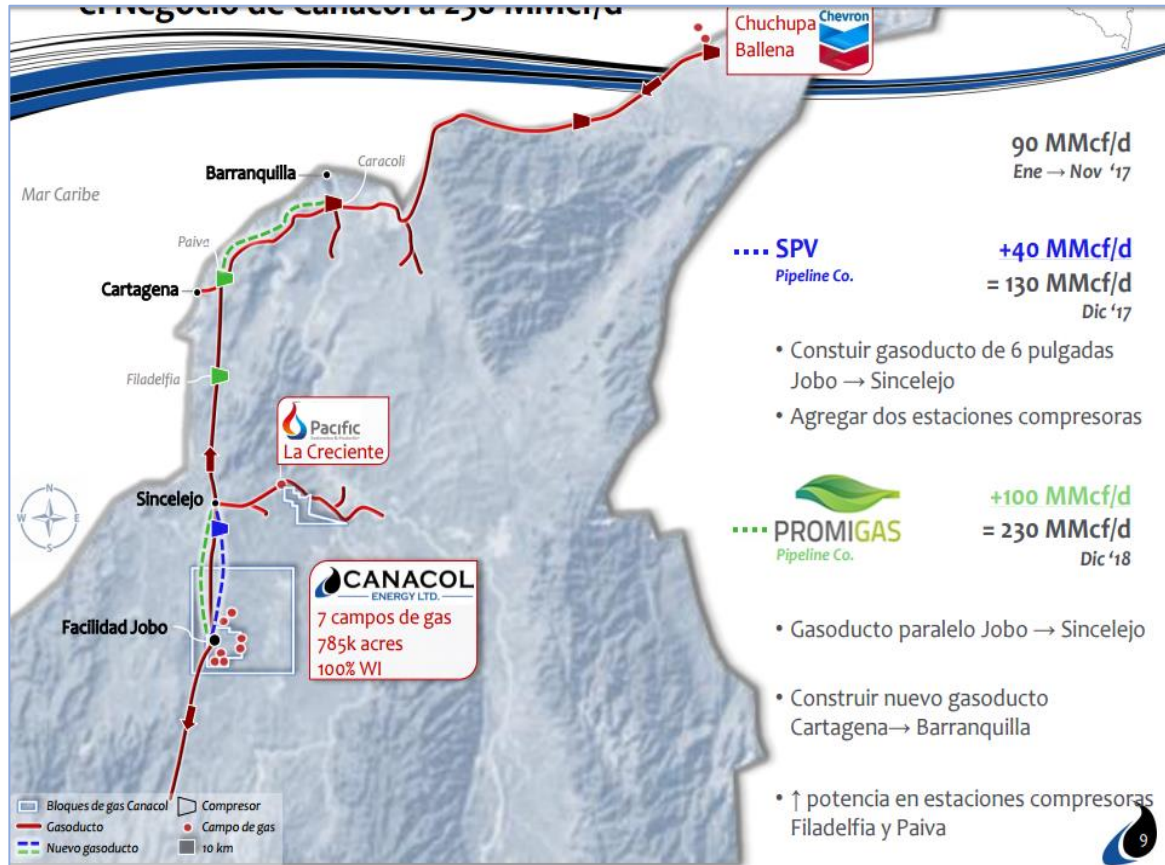
Canacol Energy para este año contará con nuevos gasoductos que le permitirán triplicar el negocio del gas, una de las actividades con mayor rentabilidad en el sector y que no ha sido tan afectada por las fluctuaciones del mercado, dicho desarrollo se verá reflejado como se observa en la siguiente imagen.

Además de ello se busca que para el año 2017 el prospecto NELSON, CAÑAHUATE y TORONJA 1, sean yacimientos con altos niveles de productividad y rendimiento. En cuanto a los pozos mencionados anteriormente se ha logrado una perforación récord de 6 días lo que le permite a Canacol un ahorro capital para ser invertido en otras áreas. Con estos descubrimientos Canacol

¹⁴² Tomada de la página CANACOL ENERGY estrategias de la compañía. Disponible en: www.canacolenergy.com/esp/about.asp citado el 11-06-2017

avanza satisfactoriamente en alcanzar la meta establecida de elevar las ventas y a su vez la producción este año¹⁴³.

Figura 36. Nuevos gasoductos de Canacol Energy



Fuente: Canacol Energy

3.6. ANÁLISIS DE LOS COMPETIDORES

Los principales competidores de Canacol Energy son:

Ecopetrol: Actualmente la compañía posee una incomparable ventaja con sus demás competidores ya que posee el mayor yacimiento de petróleo y de gas en cooperación con Anadarko Petroleum

143 CANACOL ENERGY nuevos descubrimientos. Disponible en: <http://www.canacolenergy.com/i/pdf/ppt-esp/presentacion.pdf> citada el 11-06-2017

Corporation, además este hallazgo denominado Gorgón 1 “el cual es calificado como el pozo petrolero más grande desde 1989 mide entre 26 y 36 pisos de un edificio”¹⁴⁴ fue producto a la cooperación de dicha empresa que es especialista en exploración de ultra profundidad.

Por otra parte, varios ejecutivos de la empresa están siendo investigados en el caso REFICAR esto provoca una desconfianza por parte de los inversionistas, ya que este ha sido uno de los escándalos más grandes que ha ocurrido en el país debido a su sobre costo. Como a su vez el precio del dólar es el otro factor crucial que determina la fuerte caída de la acción de ECOPETROL ya que, al poseer sus deudas en esta moneda, se incrementaron exorbitantemente sus deudas, las cuales no podrían ser pagadas ya que el precio internacional del petróleo tenía una tendencia a la baja lo cual generó pérdidas a la empresa.

Pacific Exploration & Production: Tiene una renovación en sus costos, menos carga financiera, y nuevas expectativas, con el cual buscan volver a retomar su posición en el mercado nacional e internacional.

Hocol S.A: Cuenta en la actualidad con un portafolio conformado por 11 contratos en áreas en producción y reservas 3P (reservas probadas, probables y posibles) de 88 millones de barriles de petróleo equivalente.

La operación de HOCOL en la industria colombiana de hidrocarburos durante seis décadas ha contado con el respaldo de un sólido esquema exploratorio, el desarrollo efectivo de los yacimientos y la consolidación de una excelencia operacional en términos de seguridad, costos y sostenibilidad social, ambiental y económica. A lo largo de esta trayectoria, HOCOL se ha destacado por su capacidad de poner en marcha con rapidez y efectividad la producción en sus hallazgos, aplicando tecnologías modernas y operando con estándares de eficiencia en costos, seguridad, integridad ambiental y relacionamiento armónico con sus grupos de interés.

Mansarovar Energy: Es una multinacional petrolera creada en el 2006 tras la fusión de capitales y tecnologías de las compañías estatales de la India, ONGC-Videsh, y de la China, Sinopec. El principal objetivo de la compañía es ser el operador líder en la extracción de crudo pesado en Colombia, a través de la utilización de procesos térmicos para la recuperación de crudo, la generación de valor para sus grupos de interés y la producción de barriles limpios.

Petrobras Limited Colombia: su actividad económica consiste en la exploración y producción de petróleo y gas, además de la distribución de combustibles y lubricantes en todo el territorio colombiano.

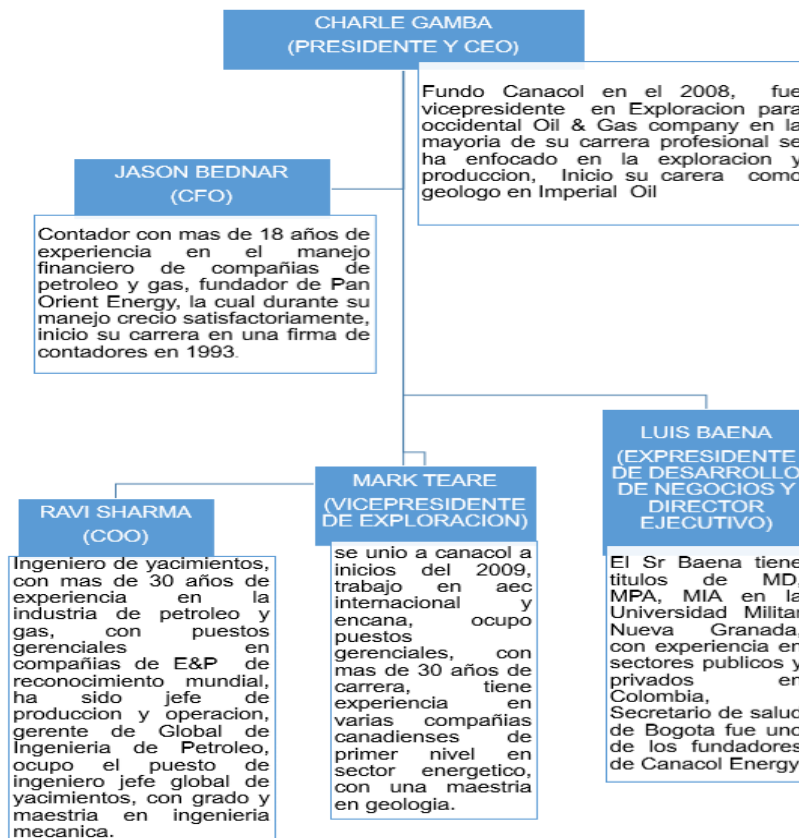
¹⁴⁴Ecopetrol confirma su tercer hallazgo de gas. Revista Dinero. Disponible en: www.dinero.com/empresas/articulo/ecopetrol/confirma/su/tercer/hallazgo/de/gas/off/shore/244853
Citada el 11 de junio de 2017

Emerald Energy: Con sede en Londres, Emerald se hizo público en la Bolsa de Londres en 1996. El 12 de octubre de 2009, Sinochem Group adquirió el 100% de Emerald Energy Plc, propietaria de activos de petróleo y gas en Siria, Colombia y Perú. (En adelante denominado Sinochem Syria Project, Proyecto Sinochem Colombia y Proyecto Sinochem Perú). El Proyecto Sinochem Colombia es el primer proyecto onshore donde el Grupo Sinochem actúa como operador. Desde la toma de control por nosotros, la producción diaria había crecido significativamente, de 3.000 barriles a 8.000 barriles. Con una inyección acelerada de inversión, esperamos alcanzar una capacidad de producción anual de dos millones de toneladas de petróleo en 2013 para la cartera colombiana.¹⁴⁵

4. DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

A continuación, se presenta un resumen del perfil de las personas que están a cargo de la compañía.

Figura 37. Administración de Canacol Energy



Fuente: Canacol Energy

¹⁴⁵ Tomado de la página [CAMPETROL](http://campetrol.org/) Empresas dedicadas al mismo sector <http://campetrol.org/> Citado el 27- 07- 2017

5. ANALISIS DEL ACCIONISTA

5.1. PRINCIPALES ACCIONISTAS

La compañía CANACOL ENERGY LTD cuenta con 172,975.291 acciones en circulación de las cuales sus principales accionistas son: CDS & CO¹⁴⁶, CEDE & CO quienes en la actualidad tienen el 57% de las acciones seguido por CAVENGAS HOLDINGS SRL quienes tienen un 19% del total de las acciones de ahí con menor porcentaje están Jara Albarracin Manuel Guillermo con un 6%; Doverton Investments S.A con un 4% y otras acciones con menor participación cuentan con el 7% del total de las acciones seguido de otros accionarios con un mínimo porcentaje de acciones en el momento¹⁴⁷.

Tabla 4 Composición accionaria

NOMBRE	Nº DE LAS	% DE LAS
	ACCIONES POSEIDAS	
CDS & CO, CEDE & CO	98.390.014	56,88%
CAVENGAS HOLDINGS SRL	32.613.072	18,85%
JARA ALBARRACIN MANUEL GUILLERMO	10.764.868	6,22%
DOVERTON INVESTMENTS S.A	6.072.154	3,51%
OIL & GAS TECHNOLOGY CONSULTANTS INC	1.687.670	0,98%
INGALLS & SNYDER LLC	1.200.000	0,69%
GDDE INVESTMETS LA LLS	1.175.261	0,68%
ENCOMPASS CAPITAL E%P MASTER FUND LP	1.146.690	0,66%
FONDO BURSATIL ISHAREES COLCAP	1.086.030	0,63%
FRANK'S INTERNATIONAL INC	1.055.569	0,61%
EL PASO CORPORATION	904.774	0,52%
ALLIANCEBERNSTEIN NEXT 50 EMERGING	716.380	0,41%
JOHNSON GARCIA MARCELA	648.789	0,38%
VALLEVALORES S.A	619.501	0,36%

¹⁴⁶ CDS&CO y CEDE&CO son los depósitos de valores canadienses y estadounidenses, respectivamente. Los títulos a nombre del CDS&CO y CEDE&CO representan las acciones de múltiples titulares, quienes tienen sus posiciones en forma electrónica. Bajo la regulación canadiense, la compañía no tiene acceso a estos nombres.

¹⁴⁷ Tomado de la página CANACOL ENERGY análisis de los accionistas. Disponible en: www.canacolenergy.com/i/pdf/fs-esp/2016_Formato034-30septiembre2016.pdf citado el 01-07-2017

ORDONES LOMBANA RAFAEL IGNACIO	570.680	0,33%
OLD MUTUAL FONDO DE PENSIONES V.	475.598	0,27%
JOSE BOLIVAR SANCLEMENTE	388.523	0,22%
SEI INSTITUTIONAL INVESTMENTS TRUST	377.810	0,22%
OTRAS ACCIONES CON MENOR P.	12.407.429	7,56%
TOTAL DE ACCIONES	172.975.291	100,00%

Fuente: Canacol Energy

5.2. LIQUIDEZ ACCIONARIA

La compañía CANACOL ENERGY LTD se encuentra en la categoría IV conocida como “alta bursatilidad accionaria” esto es a corte 31 de mayo de 2017. El índice de bursatilidad accionaria se encuentra dado en una escala de 0 a 10 donde se refleja la liquidez de cada una de las acciones; en donde mide que facilidad posee cada acción en el mercado para ser vendida o comprada dada en una periodicidad mensual.

“De conformidad con el artículo 2.10.3.1.1 del Decreto 2555 de 2010 y siguientes, le corresponde a la Superintendencia Financiera de Colombia informar el Índice de Bursatilidad Accionaria para cada una de las acciones que se negocian en bolsa de valores de Colombia, calculado con base en la frecuencia promedio de transacción por mes y volumen promedio de transacción por operación, durante el período comprendido entre el 1 de febrero de 2017 y el 31 de mayo de 2017.”¹⁴⁸

Como se puede observar en la siguiente tabla Ecopetrol es la acción que tiene una mayor liquidez en Colombia puesto que tuvo el mejor indicador, y CANACOL ENERGY se encuentra en el puesto número 16 con una liquidez de la acción dada de ocho puntos cuatrocientos setenta y dos, con un índice de bursatilidad de 8.472

¹⁴⁸ SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Índice de bursatilidad accionaria. www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=10087902 citado el 02 de julio de 2017.

Tabla 5 Bursatilidad empresas cotizantes en la Bolsa de Valores de Colombia

CATEGORIA IV: ALTA BURSATILIDAD	N/T (1)	V/N (2)	ÍNDICE NUMÉRICO
ECOPETROL S.A.	7,618.50	48,379,185	10.000
BANCOLOMBIA S.A.-PREFERENCIAL	4,846.00	72,229,026	9.786
BANCOLOMBIA S.A.	3,009.75	133,175,901	9.528
ALMACENES EXITO S.A.	3,353.25	72,391,185	9.515
INTERCONEXION ELECTRICA S.A. E.S.P.	3,004.50	48,475,105	9.287
GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES-PREFERENCIAL	3,014.25	42,058,261	9.286
CORPORACION FINANCIERA COLOMBIANA S.A.	2,676.00	68,609,772	9.262
GRUPO DE INVERSIONES SURAMERICANA S.A.	1,823.00	109,651,709	9.131
AVIANCATACA HOLDING S.A.-PREFERENCIAL	3,586.75	11,708,395	9.037
GRUPO DE INVERSIONES SURAMERICANA S.A. –PREFERENCIAL	1,438.00	100,866,105	8.950
GRUPO ARGOS S.A. (ANTES INVERSIONES ARGOS S.A.)	1,532.25	74,656,670	8.895
BANCO DAVIVIENDA S.A. – PREFERENCIAL	1,370.25	73,523,868	8.875
CEMENTOS ARGOS S.A - (ANTES CEMENTOS DEL CARIBE S.A.)	1,397.75	71,258,996	8.849
GRUPO NUTRESA S.A. (ANTES COMPAÑÍA NACIONAL DE CHOCOLATES S.A.)	1,155.25	63,823,096	8.726
CEMEX LATAM HOLDINGS S.A.U	1,239.50	56,005,775	8.708
CANACOL ENERGY LTD	1,314.25	18,790,987	8.472
GRUPO ARGOS S.A. (ANTES INVERSIONES ARGOS S.A.)-PREFERENCIAL	791.75	69,509,409	8.392
CEMENTOS ARGOS S.A. – PREFERENCIAL	697.00	67,047,147	8.368
CELSIA S.A. E.S.P. (ANTES COMPAÑÍA COLOMBIANA DE INVERSIONES S.A.)	818.50	36,350,833	8.310

EMPRESA DE ENERGIA DE BOGOTA S.A. E.S.P.	479.00	47,802,373	7.983
---	--------	------------	-------

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Tomado el 31 de mayo de 2017

5.3. LIBRE FLOTACIÓN

Canacol Energy LTD para el año 2017 posee en circulación 174.359.000 de capital social el cual cotiza en bolsa.

5.4. POLITICA DE DIVIDENDOS

En el momento CANACOL ENERGY LTD sigue con la misma política que ha venido manejando, respecto al no pago de dividendos puesto que la compañía al tener un alto grado de desarrollo y exploración reinvierte sus ganancias en cada uno de los diferentes proyectos en los que vienen trabajando y así seguir aumentando su crecimiento.

6. RIESGOS DE INVERSIÓN

A continuación, se presentan los principales riesgos a los que se ve sometida la empresa Canacol Energy:

Riesgo de Mercado (nacional e internacional, precio). El riesgo de mercado es el riesgo del cambio en los componentes del mercado, como los precios, productos básicos, tasas de cambio y tasas de interés que afecten los flujos de caja, la ganancia o la pérdida, la liquidez o el valor de los mecanismos financieros de la compañía.

Riesgo de tipo de cambio. El riesgo de tipo de cambio es que en el momento de la venta o gasto la variación de las tasas de cambio se pueda generar una pérdida o ganancia de acuerdo al precio de venta pactado, la compañía está comprometida a variaciones de monedas extranjeras pues ciertos gastos se denominan en pesos colombianos y dólares canadienses.

Riesgo de escasez de recursos naturales (Producto). El riesgo de escases de recursos naturales, en esta empresa tendría un mayor efecto ya que su fuente principal yace en la tierra lo que sería desbordante en el momento de una disminución, porque no tendría como suplir las necesidades de

los contratos y tampoco tendría suficientes ingresos para poder cumplir con sus obligaciones laborales como financieros. Para mitigar este riesgo para ello la empresa hace los estudios y análisis adecuados para poder suplir sus productos y abarcar las necesidades que se crean al momento de ofrecer sus servicios.

Riesgo Operativo. El riesgo operativo se basa en el riesgo de precios de productos básicos de que el valor razonable o los flujos de caja futuros de una herramienta financiera varíen como consecuencias de cambios en precios de productos básicos. Los precios bajos en los productos también pueden tener impacto en la capacidad de la empresa para reunir su capital y cumplir con sus obligaciones, la fluctuación del precio del petróleo crudo se genera por los eventos económicos mundiales que promueven los niveles de oferta y demanda. En su debido tiempo la compañía puede procurar disminuir el riesgo de precios de productos básicos mediante el uso de derivados financieros, la ideología de la empresa es suscribir solo los contratos de productos considerados adecuados hasta un máximo del 50% de la capacidad proyectada de producción.

Riesgo Financiero. El riesgo financiero es el momento en que la compañía no esté en capacidad de cumplir sus obligaciones financieras en la medida en que se tengan que cumplir, su prioridad es enfocarse en asegurar su liquidez, dentro de medios prudentes, teniendo la capacidad suficiente para cumplir con sus obligaciones a su vencimiento, bajo las anomalías comunes como inusuales, sin incurrir en pérdidas o poner en riesgo los objetivos de negocio de la compañía, Canacol se prepara presupuestos anuales de gastos de capital los cuales son auditados y analizados regularmente según se estime necesario.

Para mitigar este riesgo se le hace seguimiento diario a la producción de petróleo y gas natural para obtener estimados de flujos corrientes de caja, la compañía utiliza autorizaciones para distribuir en proyectos con el fin de administrar los gastos de capital, además la compañía emitió carta crédito para garantizar algunas obligaciones bajo contratos de exploración y para garantizar otros compromisos contractuales, tales montos se pueden reclamar, solo si la compañía no cumple con tales obligaciones.

Riesgo Sindical. De no cumplirse lo estipulado por el contrato colectivo, el sindicato tiene derecho de convocar una huelga. Será una autoridad laboral quien determine la legalidad de la misma en su caso, las sanciones para el empleador lo que generaría un paro de trabajadores y las exigencias que tenga el sindicato para el mejoramiento del desarrollo laboral.

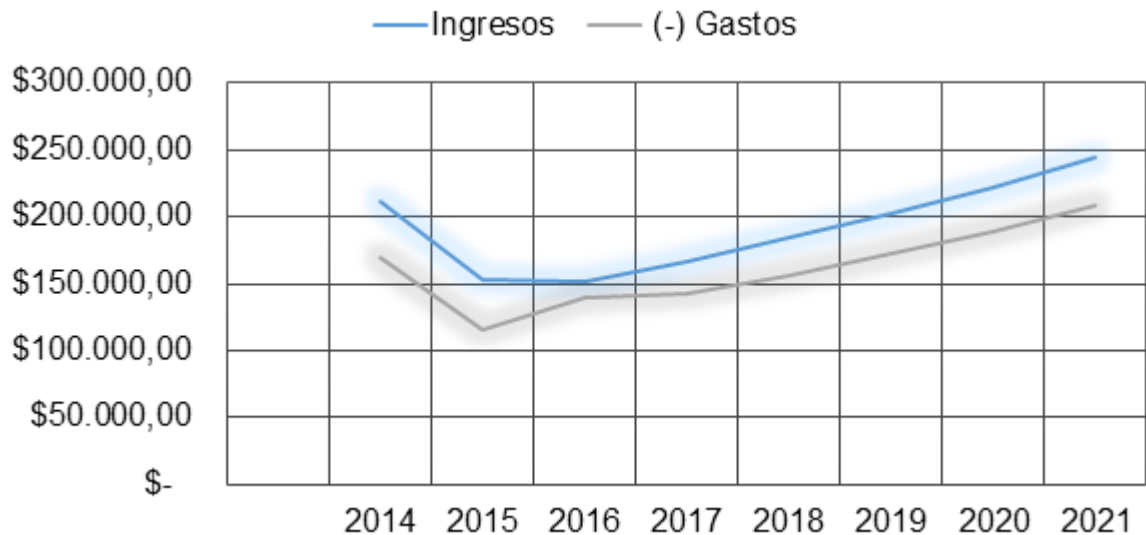
Riesgo Legal o de Regulación. La reglamentación y el cumplimiento ocupan una posición crítica por el sector industrial en el que se desempeña esta compañía. Actualmente, una de las inquietudes es la incertidumbre en torno a los reglamentos y las preocupaciones acerca del clima y el medio ambiente, que afecta la toma de decisiones y la planeación de los negocios generando una política energética incierta. Para disminuir el riesgo la compañía tiene al día sus permisos tanto ambientales como legales todo lo que se reglamenta para poder poner la compañía en marcha.

7. PROYECCIONES FINANCIERAS

7.1. SUPUESTOS DE OPERACIÓN

Se puede observar en la Figura 8 el histórico y el proyectado de las ventas y los gastos realizados y esperados de la compañía. Se evidencia que estas dos variables en su gran mayoría de tiempo son directamente proporcionales y se prevé que en los siguientes años los ingresos de la compañía repunten gracias al hallazgo de nuevos pozos rentables y en los cuales sus costos de ejecución han sido minimizados.

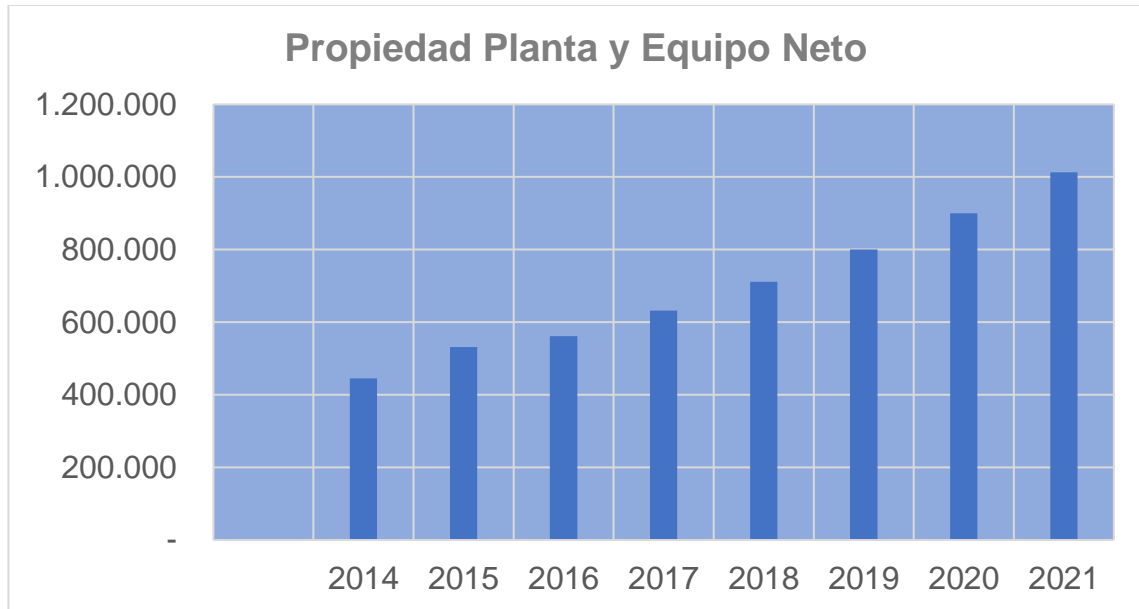
Figura 38. Comportamiento de los ingresos y gastos históricos y proyectados



Fuente: Elaboración propia

7.2. SUPUESTOS DE INVERSIÓN

En la Figura 9 se aprecia la inversión en propiedad, planta y equipo neto la cual tiene una tendencia creciente a lo largo del tiempo estudiado. Esto se debe a que Canacol Energy busca continuar afianzándose en el mercado colombiano y esto lo podrá lograr a través de la búsqueda y materialización de perforaciones precisas en el menor tiempo posible las cuales requieren de nuevas licencias.

Figura 39. Inversión en propiedad, planta y equipo neto

Fuente: Elaboración propia

Otro factor incidente en el aumento de la inversión en propiedad planta y equipo, son las nuevas alianzas que está realizando Canacol para el hallazgo de pozos con alta rentabilidad, aunque se pierde una pequeña porción de ganancia, hay más factibilidad de hallar zonas de alta calidad.

7.3. CAPITAL DE TRABAJO NETO OPERATIVO

El promedio de rotación de las cuentas por cobrar que maneja Canacol Energy es de 67 días, el promedio de rotación del inventario es de 3 días mientras que el promedio de rotación de las cuentas por pagar es de 46 lo que afecta el ciclo de efectivo de la compañía.

Tabla 52. Capital de trabajo neto operativo

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
CXC	\$41.957,00	\$60.981,00	\$21.770,00	\$34.820,00	\$30.975,51	\$34.073,06	\$37.480,37	\$41.228,40	\$45.351,24
Inventarios	\$3.261,00	\$1.936,00	\$1.286,00	\$483,00	\$26.365,23	\$1.140,17	\$1.254,18	\$1.379,60	\$1.517,56
CXP	\$37.219,00	\$75.814,00	\$15.929,00	\$16.343,00	\$4.610,28	\$3.482,53	\$3.830,78	\$4.213,86	\$4.635,24
KTNO	\$7.999,00	\$(12.897,00)	\$7.127,00	\$18.960,00	\$52.730,46	\$31.730,70	\$34.903,77	\$38.394,15	\$42.233,56

Fuente: Elaboración propia

7.4. COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL

Si se analiza el resultado obtenido al calcular el costo promedio ponderado de capital se puede evidenciar que la compañía a pesar de sus grandes esfuerzos en el 2015 por realizar una reducción en dicho ítem, en el año siguiente volvió a elevarse en 1,2% en el 2016, el cual disminuye la generación de valor de la compañía, desmotivando al inversionista.

Tabla 53. Costo promedio ponderado de capital

	2014	2015	2016
WACC	9.37%	9.28%	10.44%
Kd	4.58%	4.23%	8.98%
KdT	3.43%	3.09%	6.56%
Bl	2.02	2.13	2.01
Ke	11.03%	11.32%	10.99%
T%	25%	.27%	27%

Fuente: Elaboración propia

7.5. IMPUESTOS

La carga Tributaria para este año 2017 en Colombia ha provocado que grandes empresas y que inversionistas extranjeros prefieran sacar sus negocios del país, ya que el pago de impuestos es insostenible en estos momentos. La carga impositiva es un apartado importante a considerar ya que afecta en gran proporción el margen de utilidad neta.

Tabla 54. Impuesto de renta

Año	2017	2018	2019	2020
Tasa impositiva	39%	37%	33%	33%

Fuente: Elaboración propia

CONCLUSIONES

En la actualidad y desde hace algunos unos años el sector petrolero se ha visto impactado negativamente por factores internacionales los cuales han provocado que este recurso se cotice hacia la baja. Canacol Energy al pertenecer a este sector se ha visto afectada en lo que respecta a sus ingresos operacionales y no se prevé un alza del precio internacional del petróleo en el corto y mediano plazo.

Una de las principales estrategias de la compañía ha sido centrarse en la explotación del gas, este factor le ha permitido sostener los resultados operacionales.

El sector petrolero es uno de los sectores que más impacto representa en la economía colombiana, no solo por el número de empleos directos e indirectos que ofrece, sino además por su capacidad de operación.

Canacol debe sacarle mayor provecho a su infraestructura para mantener los contratos adquiridos y continuar con la exploración de nuevos pozos que le permitan aumentar la capacidad reservas totales, es decir, las probadas (1P) las probables (2P) y las posibles (3P).

El empeño y experiencia de la administración de la compañía ha logrado con las nuevas tecnologías obtener resultados en tiempo record disminuyendo los costos y el tiempo presupuestado.

La empresa tiene un gran reto al proponerse disminuir la contaminación ambiental alternando diferentes posibilidades de mejoramiento en su infraestructura con estándares y tecnología altamente calificados que le permitirán tener gran impacto en cada uno de los procesos que intervienen en el sector minero energético y así aumentar la capacidad de producción.

BIBIOGRAFÍA

BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. (BVC) Histórico precio de la Acción [en línea] <<https://bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc>> [citado en 29 de Julio de 2017]

CAMARA DE COLOMBIA DE BIENES & SERVICIOS PETROLEROS (CAMPETROL)
Empresas que se encuentran en el mismo Sector Minero Energético [en línea] <<http://campetrol.org/>> [citado en 27 de Julio de 2017]

CANACOL ENERGY LTD Datos para el desarrollo de la Valoración de la Compañía [en línea] <<http://www.canacolenergy.co/esp/home.asp> > [citado en Junio – Julio y Agosto de 2017]

CENTRO DE INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL Datos para la información del Sector [en línea] <<http://www.repository.fedesarrollo.org.co/handle/11445/2918?show=full> > [citado en 16 de agosto de 2017]

DATOS MACRO Precios del petróleo grafica [en línea] <<http://www.datosmacro.com/materias-primas/opec>> [citado en 29 de Julio 2017]

DEPARTAMENTO ADMINISTRATIVO NACIONAL DE ESTADISTICA (DANE) Datos para la Distribución del Producto Interno Bruto por Sectores [en línea] <<http://www.dane.gov.co/>> [citado en 29 de Julio 2017]

ENERGIA Y NEGOCIOS Datos económicos del Sector [en línea] <www.inteligenciapetrolera.com.co> [citado en 11 de Junio de 2017]

PORTAFOLIO Datos estadísticos para el Sector [en línea] <<http://www.portafolio.co/economia/produccion-de-petroleo-en-colombia-marzo-de-2017-505117> > [citado en 17 de Agosto de 2017]

PRECIOS DE TRANSFERENCIA Información de la estructura del sector [en línea] <<http://qcgpreciosdetransferencia.com/Industrias/Energia/Estructura-de-la-industria-petrolera>> [citado en 28 de Julio de 2017]

REVISTA DINERO Dato Informativo sobre el Gas [en línea] <www.dinero.com/empresas/articulo/ecopetrol/confirma/su/tercer/hallazgo/de/gas/off/shore/244853 > [citado en 11 de junio de 2017]



SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA Índices de Bursatilidad [en línea]
<www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=10087902> [citado en 2 de julio de 2017]



ANEXOS

BALANCE HISTÓRICO (EXPRESADO EN MILLONES DE PESOS)

CANACOL ENERGY

	JUNIO 30 DE 2014	JUNIO 30 DE 2015	JUNIO 30 DE 2016
ACTIVOS			
Activos corrientes			
Efectivo y equivalentes de efectivo	\$ 163.729	\$ 45.765	\$ 25.336
Efectivo restringido	\$ 7.379	\$ 10.903	\$ 10.725
Cuentas por cobrar, comerciales y otras	\$ 60.981	\$ 21.770	\$ 34.820
Gastos y depósitos pagados por anticipo	\$ 12.405	\$ 4.906	\$ 7.246
Inversiones	\$ 5.254	\$ 2.700	\$ 2.700
Activo de derivados incorporados	\$ -	\$ -	\$ -
Inventario de petróleo crudo	\$ 1.936	\$ 1.286	\$ 483
Total	\$ 251.684	\$ 87.330	\$ 81.310
Activos no corrientes			
Efectivo restringido	\$ 59.448	\$ 50.869	\$ 51.737
Activos de derivados incorporados	\$ -	\$ -	\$ -
Activos de exploración y evaluación	\$ 133.510	\$ 152.925	\$ 152.787
Propiedades, planta y equipo	\$ 301.398	\$ 363.624	\$ 340.199
inversiones en negocio conjunto	\$ 8.046	\$ 12.734	\$ 16.815
Inversiones	\$ 2.501	\$ 2.260	\$ 15.040



Activos por impuesto diferido	\$	-	\$	-	\$	36.897
Total	\$	504.903	\$	582.412	\$	613.475
Total activos	\$	756.587	\$	669.742	\$	694.785
PASIVO						
Pasivos corrientes						
Deudas con bancos	\$	44.000	\$	-	\$	-
Cuentas por pagar, comerciales y otras	\$	75.814	\$	15.929	\$	16.343
Petróleo crudo pagadero en especie	\$	-	\$	1.622	\$	587
Contratos de productos básicos	\$	38	\$	-	\$	50
Derechos de adquisición de acciones	\$	2.121	\$	67	\$	-
Deuda convertible en acciones	\$	25.395	\$	-	\$	-
ingreso diferido	\$		\$	-	\$	6.172
Unidades de acciones restringidas	\$	202	\$	340	\$	3.966
Impuestos al patrimonio por pagar	\$	582	\$	630	\$	571
Impuestos por pagar	\$	15.969	\$	5.926	\$	14.078
Total	\$	164.121	\$	24.514	\$	41.767
Pasivos no corrientes						
Deudas con bancos	\$	166.688	\$	267.023	\$	249.443
ingreso diferido	\$	3.731	\$	3.731	\$	3.731
Contratos de productos básicos	\$	-	\$	-	\$	-



Obligaciones de desmantelamiento	\$	-	\$	28.278	\$	33.870
Unidades de acciones restringidas	\$	10.518	\$	10	\$	76
Deuda convertible en acciones	\$	202	\$	-	\$	-
Derechos de adquisición de acciones	\$	2.210	\$	-	\$	-
Derechos fantasmas de adquisición de acciones	\$	7.557	\$	-	\$	-
Impuesto al patrimonio, por pagar	\$	-	\$	-	\$	-
Otras obligaciones de largo plazo	\$	219	\$	3.701	\$	2.873
Pasivos por impuestos diferidos	\$	1.054	\$	850	\$	42.828
Total	\$	192.179	\$	303.593	\$	332.821
Total pasivos	\$	356.300	\$	328.107	\$	374.588
PATRIMONIO						
Capital accionaria	\$	551.049	\$	591.520	\$	658.385
Otras reservas	\$	48.842	\$	55.741	\$	59.227
Otra pérdida total acumulada	\$	347	\$	347	\$	343
Déficit	\$	199.951	\$	305.973	\$	397.758
Total patrimonio	\$	800.189	\$	953.581	\$	1.115.713
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	\$	1.156.489	\$	1.281.688	\$	1.490.301



ESTADO DE RESULTADOS HISTÓRICO (EXPRESADO EN MILLONES DE PESOS)
CANACOL ENERGY LTD

Periodos	2014	2015	2016
Ingresos	\$ 211,319.00	\$ 153,736.00	\$ 151,823.00
(-) Gastos	\$ 169,710.00	\$ 115,554.00	\$ 139,817.00
Utilidad operacional	\$ 41,609.00	\$ 38,182.00	\$ 12,006.00
(-) Gastos Financieros	\$ 9,656.00	\$ 11,453.00	\$ 22,669.00
Utilidad antes de impuestos	\$ 31,953.00	\$ 26,729.00	\$ (10,663.00)
(-) Impuestos	\$ 22,016.00	\$ 7,467.00	\$ (34,083.00)
Utilidad neta	\$ 9,937.00	\$ 19,262.00	\$ 23,420.00



ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (EXPRESADO EN MILLONES DE PESOS)
CANACOL ENERGY LTD

Estado de Resultados	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos	\$ 167,005.30	\$ 183,705.83	\$ 202,076.41	\$ 222,284.05	\$ 244,512.46
(-) Gastos	\$ 142,148.86	\$ 156,363.74	\$ 172,000.12	\$ 189,200.13	\$ 208,120.14
Utilidad operacional	\$ 24,856.44	\$ 27,342.09	\$ 30,076.30	\$ 33,083.93	\$ 36,392.32
(-) Gastos Financieros	\$ 179.86	\$ 197.85	\$ 217.63	\$ 239.40	\$ 263.33
Utilidad antes de impuestos	\$ 24,676.58	\$ 27,144.24	\$ 29,858.66	\$ 32,844.53	\$ 36,128.98
(-) Impuestos	\$ 9,623.87	\$ 10,043.37	\$ 9,853.36	\$ 10,838.70	\$ 11,922.56
Utilidad neta	\$ 15,052.71	\$ 17,100.87	\$ 20,005.30	\$ 22,005.84	\$ 24,206.42



FLUJO DE CAJA HISTÓRICO (EXPRESADO EN MILLONES DE PESOS)
CANACOL ENERGY LTD

	2014	2015	2016
Utilidad Operacional	\$41,609	\$38,182	\$12,006
Depreciación	\$49,317	\$133,319	\$63,830
EBIDTA	\$90,926	\$171,501	\$75,836
Δ KTNO	\$20,896	-\$20,024	-\$11,833
Δ P.P y E.	-\$43,812	-\$62,226	\$23,425
Flujo de Caja Libre	\$68,010	\$89,251	\$87,428



FLUJO DE CAJA PROYECTADO (EXPRESADO EN MILLONES DE PESOS)

CANACOL ENERGY LTD

	2017	2018	2019	2020	2021
Utilidad Operacional	\$24,856	\$27,342	\$30,076	\$33,084	\$ 36,392.32
Depreciación	\$75,847	\$90,127	\$107,096	\$127,259	\$ 151,218.49
EBIDTA	\$100,704	\$117,469	\$137,172	\$160,343	\$ 187,610.80
Δ KTNO	-\$33,770	\$21,000	-\$3,173	-\$3,490	\$ (3,839.41)
Δ PP y E.	-\$64,050	-\$76,109	-\$90,438	-\$107,465	\$ (127,697.89)
Flujo de Caja Libre	\$2,883	\$62,360	\$43,561	\$49,387	\$ 56,073.50



VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA
CANACOL ENERGY LTD

G	2%
Valor de continuidad	728826.2023
WACC	9.69%
Acciones en Circulación	174359000
Valor presente flujo de caja libre del periodo relevante	\$458,897.92
Valor presente del periodo de continuidad	133,352.27
Valor de las operaciones	\$592,250.20
Activos no Operativos	17740
Exceso de Efectivo	87798
Valor presente de los Pasivos	249443
Valor del Patrimonio en miles de USD	\$448,345.20
Valor de Patrimonio en COP	\$1,345,035,593,248
Tasa de Cambio	\$3,000
VALOR DE LA ACCIÓN	7,714

VALORACIÓN DE LA EMPRESA ENKA DE COLOMBIA S.A.

Carol Gisset Arias Parra¹⁴⁹

Elizabeth Noreña Garcia¹⁵⁰

Aura Cristina Toro Suárez¹⁵¹

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

La recomendación es comprar las acciones de Enka de Colombia a pesar de que en los años 2014 y 2015 no obtuvo margen de utilidad llamativo, para el 2016 logró obtener un margen de utilidad neta con respecto a los ingresos del 3,14%. Lo anterior muestra que la compañía cuenta con un grupo directivo confiable y con todos los conocimientos de este sector económico quienes han ido desarrollando proyectos y han incursionado internacionalmente llevando a otros países su producto realizando exportaciones que han pasado del 25% en el 2002 al 40% en el 2016.

La inversión en Enka debe de mirarse a largo plazo, teniendo en cuenta que es una empresa que genera valor por su sostenibilidad y competitividad por medio de su innovación y alta ingeniería, entregando a sus clientes un producto de alta calidad.

Para Enka de Colombia la sostenibilidad es uno de los principales ejes estratégicos lo que significa “la habilidad de satisfacer las necesidades actuales sin sacrificar las de las futuras generaciones, haciendo un uso inteligente de los recursos que son indispensables para sobrevivir”, esto hace a la compañía atractiva para los accionistas; hoy en día las empresas con visión verde se hacen llamativas para los inversionistas. Enka ha ido desarrollando a través del tiempo unos proyectos que la hacen ver como una empresa con visión futura, como la construcción de la planta reciclaje de residuos PET convirtiéndose en unas de las empresas líderes de reciclaje en Colombia y siendo una de sus

¹⁴⁹ Contadora Pública de la Universidad Libre seccional Pereira

¹⁵⁰ Contadora Pública de la Universidad Libre seccional Pereira

¹⁵¹ Contadora Pública de la Universidad Libre seccional Pereira

principales fuentes de ingresos, además la construcción de la Planta de Autogeneración de Energía Eléctrica lo que permitió la reducción en los costos de producción soportando más del 90% del consumo de la empresa.

Palabras clave - valoración flujo de caja libre, inversión, rentabilidad, inversionista, industria, accionista

ABSTRACT

The recommendation is to buy the shares of Enka from Colombia despite the fact that in 2014 and 2015 did not gain noticeable profit margin, by 2016 managed to obtain a net profit margin with respect to revenues of 3.14%. The above shows that the company has a reliable management group with all the knowledge of this economic sector who have been developing projects and have penetrated internationally leading other countries to export products that have gone from 25% in 2002 to 40% in 2016.

The investment in Enka should be seen in the long term, considering that it is a company that generates value for its sustainability and competitiveness through its innovation and high engineering, delivering to its customers a high quality product.

For Enka de Colombia, sustainability is one of the main strategic axes, which means "the ability to meet current needs without sacrificing those of future generations, making intelligent use of the resources that are indispensable to survive", this makes the attractive company for shareholders; nowadays companies with green vision become attractive for the investors. Enka has been developing over time projects that make it look like a company with future vision, such as the construction of the PET waste recycling plant becoming one of the leading recycling companies in Colombia and being one of its main sources of revenues, as well as the construction of the Autogeneration Power Plant, which allowed the reduction in production costs, supporting more than 90% of the company's consumption.

Keywords - Evaluation, Free Cash Flow, Investment, Profitability, Investor, Industry, Shareholder

INTRODUCCIÓN

En el siguiente trabajo se presenta la realización de la valoración de la compañía ENKA de Colombia S.A., como opción de grado del programa de contaduría pública y luego de la participación en el seminario de valoración de empresas en la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM), en

el cual se propició el espacio para reforzar los conocimientos y los instrumentos financieros utilizados en los cinco años de carrera profesional; en base a esta experiencia en la (UNAM) se realiza dicha valoración de la empresa aplicando todo el aprendizaje adquirido, dándole una correcta utilización a los indicadores financieros y haciendo el análisis respectivo de estos para determinar cómo se encuentra la compañía y como se proyecta la misma.

A lo largo del documento el lector encontrará el análisis de inversión, la descripción de la compañía, el análisis de la industria, análisis del accionista, la descripción de los principales riesgos que afectan el valor de la compañía y las proyecciones financieras que soportan la recomendación de inversión.

MARCO TEÓRICO

En el mercado financiero y en los negocios en general es usual la necesidad de conocer el valor de una empresa; para satisfacer esta necesidad se emplean métodos de valoración. La valoración de una empresa es un modelo que se emplea para calcular un rango de valores en los cuales se identifica el precio de la misma; además es un instrumento que permite evaluar y conocer los resultados arrojados por la compañía y así proyectarla a futuro.

La valuación a través de Flujo de Caja Libre Descontado consiste en construir flujos de dineros proyectados a un tiempo establecido temporalmente y después descontarlos a una tasa de tal manera que se pueda medir y establecer la capacidad de generación de valor y así determinar la viabilidad del negocio; la creación de valor se denota cuando la rentabilidad de los activos es mayor al costo de capital si ocurre lo contrario indica que no está creando valor, sino que lo está destruyendo.

La valoración sirve para definir varios factores como lo son: la gestión realizada por la gerencia de una compañía, para implementar políticas de operación de la empresa con el objetivo de crear valor, para ofertarla en la bolsa de valores, para fusionar la empresa con otra y saber el soporte que esta brinda, para que se capitalice con recursos de sus propietarios, entre otras tantas razones por las cuales

se vuelve indispensable determinar el valor de la empresa utilizando los métodos necesarios para que sea una valoración confiable.

El principal factor para conocer el valor de la empresa es “El costo promedio ponderado del capital (CPPC/WACC), es la tasa de descuento que se utiliza para descontar los flujos de caja futuros a la hora de valorar un proyecto de inversión el cálculo de esta tasa útil teniendo en cuenta tres enfoques distintos: a) como activo de la compañía: es la tasa que se debe usar para descontar el flujo de caja esperado; b) desde el pasivo: el coste económico para la compañía de atraer capital al sector; y c) como inversores: el retorno que estos esperan, al invertir en deuda o patrimonio neto de la compañía.¹⁵²

ANÁLISIS DE INVERSIÓN

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

La acción de la empresa Enka S.A en enero del año 2008 se cotizaba en \$14,5, finalizando a septiembre de 2017 con un valor de cierre de \$10,20, presentando un decremento en su valor de cotización de \$4,3, lo que representa porcentualmente un 29,66%.

Como se puede observar en la gráfica su comportamiento ha sido volátil llegando a tener su precio más bajo en noviembre de 2008 de \$4 y su precio más alto en octubre de 2010 de \$14,9, a partir de Junio de 2014 su valor ha estado sobre los \$10 manteniéndose con variaciones mínimas.

La tendencia que presenta el gráfico de la acción de la empresa Enka S.A. entre los años 2008 y 2014 es una curva negativa con desmejoramiento en su precio, pero del 2014 en adelante su tendencia es positiva, observándose una recuperación en la cotización de este activo, lo que es atractivo para los inversionistas.

¹⁵² EMPRESA ACTUAL.COM {en línea} (28 de julio de 2017) Disponible en: <https://www.empresaactual.com/el-wacc/>.



Figura 40. Precio de la acción del 2008 a 2017


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

TESIS DE INVERSIÓN

Se realizó la valoración de la empresa ENKA S.A. donde se espera un gradiente de crecimiento del 2%, luego de las pérdidas generadas en los años anteriores gracias al acogimiento a la ley 550 y al aumento en el precio del dólar.

“El mercado nacional permanece estable en ingresos y crece un 8% en volumen, donde las mayores ventas de EKO@PET compensan la menor demanda de productos textiles. Por su parte, las exportaciones tienen un mejor desempeño, creciendo un 3% en ingresos y un 4% en volumen, principalmente por mayores ventas de hilos industriales y filamentos. Como resultado las exportaciones ganan participación sobre las ventas, representando el 45% de los ingresos más que en 2017.”¹⁵³

¹⁵³ENKA DE COLOMBIA S.A. Informe de Resultados {en línea} {29 de julio de 2017. Disponible en: <http://www.enka.com.co/enka/docsweb/inversionistas/IR20170502.pdf>

Por lo tanto, se recomienda la compra de la acción ya que se espera una valorización de esta. Enka S.A. en su proceso de renovación y sostenibilidad obtiene una mayor eficiencia en costos y amplía la oferta de productos por lo tanto se involucra en más mercados lo cual le permitirá mayor crecimiento y comenzar a observar la retribución en utilidades de todas las inversiones realizadas en la planta de reciclaje PET y sus demás proyectos ecológicos.

VALORACIÓN

Se realizó la valoración de Enka de Colombia S.A a través del Flujo de Caja Libre Descontado, la cual arrojó un precio por acción de COP\$16,56 en el cual se tuvo en cuenta un costo promedio ponderado de capital de 8% y un gradiente de crecimiento del 2%.

Tabla 55. Valoración

G (Porcentaje de Crecimiento)	2%
Valor de continuidad	188.029,4
WACC	8%
No. De acciones en circulación	11.773.724.183,00
Valor presente flujo de caja libre del periodo relevante	\$ 33.210,3
Valor Presente valor de continuidad	\$ 129.417,6
Valor de las operaciones	\$ 162.627,9
Activo no operativos	\$ 65.829,0
Exceso de efectivo	\$19.059,00
Valor presente de los pasivos	\$ 52,58
Valor del patrimonio	\$194.933.897.733,8
Valor de la Acción	16,56

Fuente: Elaboración propia

De igual manera se realizó una simulación de los posibles rangos de precio ante variaciones del costo promedio ponderado de capital y el gradiente de crecimiento. Se obtuvo un precio mínimo de

COP\$13,3 si el WACC aumenta en el 1% y el gradiente disminuye en el mismo valor y un precio máximo de COP\$23,3 si el WACC disminuye en el 1% y el gradiente aumenta en el 1%.

Tabla 56. Sensibilidad del precio de la acción ante variaciones del costo promedio ponderado de capital y el gradiente de crecimiento

		WACC				
		-1%	-0,50%	Esperado	0,50%	1%
g	-1%	17,1	15,9	14,9	14,1	13,3
	-0,50%	18,2	16,8	15,7	14,7	13,9
	Esperado	19,5	17,9	16,6	15,4	14,5
	0,50%	21,2	19,2	17,6	16,3	15,2
	1%	23,3	20,8	18,9	17,3	16,0

Fuente: Elaboración propia

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

La estructura de la industria textil se conforma por empresas que producen fibras e insumos primarios de la industria, textil e insumos para la confección y la comercialización del producto final; dentro de la estructura que conforma la industria textil, Enka que es la generadora de materia prima siendo la única que produce para el sector textil de la región andina.

En el país la producción de telas es de 950 millones de m², las exportaciones representan aproximadamente el 30% de la producción nacional y el 24% del empleo manufacturero del país lo genera el sector textil.

El sector textil se compone por casi diez mil fábricas situadas en siete ciudades de Colombia, principalmente en Medellín con un aproximado del 40% y que representan cerca de 30.000 empresas que se encuentran registradas en cámara y comercio. El sector textil representa en el producto interno bruto del país un 6% cifras en las que cerró el año 2016.

En la industria textil los factores económicos influyentes son; la tasa representativa del mercado (TRM) la moneda colombiana se ha ido devaluando lo que favorece las cifras de las empresas exportadoras. Este factor se proyecta con gran volatilidad lo que se ha tratado de subsanar gestionando sistemas de coberturas para disminuir los impactos en la rentabilidad del negocio.

“El factor más importante a la hora de determinar precio es el incremento en las importaciones de textiles provenientes del continente asiático, ya que para la industria nacional es complicado competir con los precios de este continente debido a que son demasiado bajos, también un factor en gran magnitud que es el contrabando que se ha venido presentando los últimos años y este afecta notoriamente las compañías; los decomisos por la policía fiscal y aduanera en su gran mayoría son por contrabando de productos textiles.”¹⁵⁴

Dentro de los principales indicadores performance de la industria se encuentran; el desempeño económico el cual está ligado al valor económico, los ingresos que se dan por productos nuevos, salarios a empleados, inversiones, donaciones y todos los demás factores relacionados con la economía de la compañía; los indicadores de responsabilidad que son los encargados de medir la satisfacción de consumidor con el producto; los indicadores ambientales que son los que muestran el impacto en el medio ambiente, donde están inmersos factores como lo son el cambio climático, el consumo de agua, la eficiencia energética, el trata los residuos y el material que se recicla; indicadores de desempeño en el ámbito social, los cuales se encargan de medir la generación de empleo, teniendo en cuenta factores como la capacitación y grados de estudio de los trabajadores; y los indicadores de sociedad que expresan los impactos causados por la operación de la empresa en algunos campos de la sociedad.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

HISTORIA, LOCALIZACIÓN E INFRAESTRUCTURA

Enka de Colombia S.A. de Colombia S.A. fue fundada el 8 de septiembre de 1964, con el fin de construir una fábrica en el cual se produjera nylon, filamento, poliéster filamento y lona de nylon para llantas, destinados a la industrial textil y como material de refuerzo para la fabricación de llantas.

La idea nació inicialmente de la unión de la empresa Textiles Pepalfa S.A y Algemene Kunstzijde Unle AKU de Holanda, uniéndose a esta como socios Hilanderías de Medellín, Fabricato, Pantex, Tejicondor, Corporación financiera nacional y Confecciones Colombia, Corporación financiera de Caldas y International Finance Corporation.

¹⁵⁴ MINISTERIO DE COMERCIO, INDUSTRIA Y TURISMO DE COLOMBIA {en línea} (31/07/2017)
Disponible en: http://www.mincit.gov.co/tlc/publicaciones/12780/mirada_al_sector_textil.

La primera planta de producción se realizó con 402 trabajadores en el año 1966 y posteriormente en el año 1970 Enka de Colombia S.A, entra en lleno en el ensanche de las capacidades de producción y empieza el proceso de filamentos. En el año 1973, monta la planta de policondensación, con el fin de sustituir la importación de gránulos de poliéster, arrancando el proceso de estirado texturizado incrementando el volumen y la gama de los filamentos textiles y aumentando la capacidad de producción de fibras, en este mismo año la compañía se asocia con Interamericana de Productos Químicos S.A. En el año 1978 empieza el funcionamiento de la planta de depolimerización para la recuperación de caprolactama. En este año la compañía recibe el “Premio Nacional de Calidad” por parte del gobierno. En el año 1983, Enka de Colombia S.A de Colombia S.A se consolida en el mercado Nacional, recibiendo la “Orden de la Democracia” por parte de la cámara de representantes, dado por su contribución al desarrollo del país y sus aportes en los campos sociales y económicos. En el año 1988, realiza su mayor expansión en producción de polímero, recibiendo en el año 1992 el “Premio Nacional de Exportaciones” otorgado por Proexport Colombia. Posteriormente, en el año 1993 al 1997 la compañía continúa creciendo en todas sus líneas, y realiza la creación de una planta de reciclaje de desperdicios de poliéster que fue entregado a la Fundación Codesarrollo, teniendo efectos muy positivos en la conservación del medio ambiente, en este mismo año se vende la empresa Interquim S.A. En el año 1998 al 2002 la compañía obtiene la certificación ISO-9001 para todas sus líneas de producción, en este lapso de tiempo ENKA DE COLOMBIA S.A de Colombia entra en un periodo de transformación dado por la consecuencia de caída de los precios internacionales, por el cual solicita acogerse a la Ley 550 de 1990 (acuerdo de reestructuración empresarial). En los años 2003 al 2007, moderniza y amplía su capacidad, obteniendo la certificación del Sistema de Seguridad de Exportaciones, según los elementos del Sistema de Gestión en Control y Seguridad BASC.

Las instalaciones fabriles de Enka de Colombia S.A de Colombia S.A están ubicadas en Giradota a 28 kilómetros de la ciudad de Medellín, Antioquia Colombia y sus oficinas centrales y comerciales están ubicadas en la Carrera 37ª Nro. 8 – 43 Oficina 901 de la ciudad de Medellín, Antioquia.

ANÁLISIS DE LAS FORTALEZAS, OPORTUNIDADES, DEBILIDADES Y AMENAZAS (FODA)

A continuación, se realiza el análisis de las fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas de la compañía.

Tabla 57. Análisis FODA

Fortalezas	Debilidades
Es una empresa reconocida en el exterior, viéndose reflejado en gran parte de sus ingresos gracias a las exportaciones.	Su catálogo de productos es reducido.
Tienen alto grado de innovación en sus procesos y materias primas.	Tienen poco poder de negociación con proveedores.
Aprovechan materias primas recicladas para elaborar sus productos.	Dependen de máquinas muy especializadas para realizar sus productos.
Hacen inversiones en la comunidad.	
Tienen programas para el bienestar del empleado.	
Oportunidades	Amenazas
Alianzas y convenios con proveedores y clientes.	Variación de la tasa de cambio, debido al dólar de los Estados Unidos, en las operaciones de exportaciones, ventas atadas a TRM, compra de materias primas y endeudamiento.
Impacto social y medio ambiental positivo.	Subida de precios de las materias primas.
Pueden diversificarse a otros mercados.	Tratados de Libre Comercio no beneficiosos para la actividad de la compañía.
Diversificación de productos dándoles nuevas y mejores características.	Debilitamiento del sector textil colombiano.
	Crisis económica mundial

Fuente: Elaboración propia
PRODUCTOS Y SERVICIOS

Enka de Colombia S.A de Colombia S.A cuenta con dos líneas de negocio que son los negocios verdes que están elaborados a partir del reciclaje de botellas de plástico PET y los negocios

tradicionales que son aquellos que están fabricados a partir de la materia prima virgen del poliéster y el Nylon. La clasificación por tipo de producto son las siguientes:¹⁵⁵

Fibras (de poliéster) tipo algodón, teñido, no tejidos y rellenos, abrasivos y hidrofílica, siendo así una mezcla de tipo de fibras muy completas ya que cada uno tiene su funcionalidad siendo en si un producto adecuado para trabajar en mezclas con algodón, viscosa, lana, lino y acrílico, obteniendo productos como rellenos para almohadas y cojines, telas para vestuario exterior, uniformes, decoración y tapices para vehículos.

Filamentos textiles, de tipo poy hilo pre-orientado, liso, texturizado, microfibra, nylon liso, nylon texturizado y elastómeros con el fin de aportar versatilidad y funcionalidad en los diferentes usos en ropa interior, vestidos de baño, exterior, deportiva y de hogar, tapicería automotriz, telas recubiertas, pasamanería, cintas y cierres.

Hilos industriales, estos son utilizados para las aplicaciones de hilo, cables, cuerdas, redes, refuerzos para llantas y telas industriales. En este se encuentran los hilos de alta tenacidad, cuerdas de nylon y lona de nylon para llantas.

Resinas de polietilen tereftalato, de nylon, de poliéster, son los diferentes tipos de resinas diseñados para aplicaciones de empaques, envases, extrusión de hilos para uso textil e industrial.

ESTRATEGIA

La estrategia de Enka de Colombia S.A está fundamentada en el respeto de los recursos naturales, la inclusión social y la ética en los negocios, buscando siempre trabajar por el desarrollo sostenible y los lineamientos dados por el presidente y el Comité de Sostenibilidad.

DESARROLLOS RECIENTES

En el año 2016 Enka de Colombia S.A de Colombia fabrica sus productos con más del 45% a partir de materias primas recicladas. Han logrado hacer del reciclaje de PET un negocio sostenible, posicionándose como líderes en Colombia al convertir millones de botellas posconsumos en fibras y resinas de alto valor agregado.

¹⁵⁵ ENKA DE COLOMBIA S.A. {Informe en línea} (01/08/2017) Disponible en: <http://www.Enka de Colombia S.A.com.co/Enka de Colombia S.A/index.php/es/content/view/full/72>.

Así mismo se han convertido en los productores de lona para llantas en nylon 6 más grande de América y proveedor estratégico de las principales marcas a nivel mundial, los cuales ya representan el 98% de los ingresos de la línea de negocios.¹⁵⁶

En el año 2016, la marca EKO®PET se ha posicionado como un referente de resinas sostenibles para envases de bebidas por su alta calidad y confiabilidad.

Además, la captación de botellas creció un 19% como resultado de la articulación de EKO RED con las cadenas de reciclaje en todo el país. La consolidación del 100% de propiedad de EKO RED, alcanzada en el 2016, fortalece aún más la capacidad de recolección de botellas a nivel nacional y asegura una efectiva implementación de la estrategia de responsabilidad social y ambiental con el sector reciclador.¹⁵⁷

ANÁLISIS DE LOS COMPETIDORES

En Colombia, Enka de Colombia S.A es el único productor de insumos para textiles. Sin embargo, al país llegan muchas exportaciones provenientes de Brasil y México, principalmente. Una de las grandes amenazas es el aumento de las exportaciones de insumos textiles provenientes de Asia y Medio Oriente, principalmente de China, Japón e India.

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

La Junta Directiva de Enka de Colombia S.A está compuesta por siete miembros, elegidos por la Asamblea General de Accionistas, para periodos de dos años, contados a partir de la fecha de su elección.

La compañía tiene como requisitos para las cualidades de los miembros de la Junta Directiva los siguientes:

¹⁵⁶ Enka de Colombia S.A. Informe de sostenibilidad año 2016, {Informe en línea} (01/08/2017) disponible en: <http://www.Enka de Colombia S.A.com.co/Enka de Colombia S.A/index.php/es/content/view/full/72> .

¹⁵⁷ Enka de Colombia S.A. Informe anual año 2016, {Informe en línea} (01/08/2017) disponible en: <http://www.Enka de Colombia S.A.com.co/Enka de Colombia S.A/index.php/es/content/view/full/72> .

Conocimientos en la actividad económica de la Sociedad y/o experiencia en finanzas, economía, derecho o ciencias afines.

Gocen de buen nombre y reconocimiento por su idoneidad profesional e integridad.

No pertenezcan simultáneamente a más de cinco (5) juntas directivas.

No exista en la Junta Directiva una mayoría cualquiera formada con personas ligadas entre sí por matrimonio, o por parentesco dentro del tercer grado de consanguinidad o segundo de afinidad, o primero civil.

La Junta Directiva desarrollará sus funciones de conformidad con el interés común de todos los accionistas, velará por el interés social, aprobará y hará seguimiento a las estrategias de la Compañía y responderá de sus decisiones ante la Asamblea General de Accionistas.

Los miembros de la Junta Directiva como principales gestores del gobierno corporativo, deben realizar su gestión con profesionalismo, integridad, competencia e independencia, dedicándole el tiempo necesario. Los miembros de la Junta deben ser transparentes en su gestión, procurando tener un buen conocimiento de los riesgos que involucran los productos que ofrece la compañía y apoyar la labor de los órganos de control.¹⁵⁸

A continuaciones se relacionan los miembros de la Junta Directiva de Enka de Colombia S.A, son los siguientes:

Tabla 58. Miembros Junta Directiva

¹⁵⁸ Código de Buen Gobierno; {Informe en línea} (27/07/2017) Disponible en: <http://www.enka.com.co/enka/index.php/es/content/view/full/227>.

Jorge Mario Valderrama Vélez	Country Head BNP Paribas Colombia, Centro América y el Caribe. Abogado de la Universidad Pontificia Bolivariana, con especializaciones en derecho comercial y legislación tributaria. Se ha desempeñado como Director de Banca Corporativa y de Inversión de BNP Paribas en Colombia, Vicepresidente de Estructuración Financiera en Banca de Inversión Bancolombia (antes Corfinsura), Gerente de Mercado de Capitales en Banca de Inversión Bancolombia (antes Corfinsura)
------------------------------	--

Continuación tabla 4. Miembros junta directiva

Alejandro Sanín Campillo	Consultor Sector Energía: Ingeniero Mecánico de la Universidad Pontificia Bolivariana, se ha desempeñado como Managing Director, Western Caribbean, Rubis Bahamas LTD (fuels distribution sector), posiciones de alta Gerencia de Mobil y Exxonmobil, como Presidente en varias afiliadas tales como Colombia, región Andina y Chile entre otras. Consultor en adquisiciones en el sector de energía para The Murphy Group.
Jean Pierre Serani Toro	Presidente Banca de Inversión Bancolombia. Administrador de Negocios de la Universidad EAFIT, con MBA del Georgia Institute of Technology con énfasis en finanzas. Se ha desempeñado como Presidente de Valores Bancolombia, Vicepresidente de Originación de Negocios, Gerente Senior y Gerente de Finanzas Corporativas en Banca de Inversión de Bancolombia. Administrador del portafolio de deuda pública interna y Bróker Institucional en Corfinsura.
Diego Andrés Restrepo Rada.	Gerente General Inversiones El Darién S.A. - Ayurá S.A.S Administrador de Empresas del Colegio de Estudios Superiores de Administración, Pre MBA del Economic Institute, Master of Arts in Individualized Studies con concentración en Finanzas de la Universidad de New York y Senior Executive Program (management) de la universidad de Stanford. Se ha desempeñado como Gerente de Proyectos de Estrategias Corporativas S.A. y Analista de Proyectos en Latinvestco S.A.

Darío Gutiérrez Cuartas	Presidente Exponencial Banca de Inversión S.A.S. Abogado de la Universidad Pontificia Bolivariana en Medellín y con un MBA de la Universidad de los Andes en Bogotá. Se ha desempeñado como Gerente General de Factoring Bancolombia S.A., Gerente General de la Fiduciaria Corfinsura S.A., Gerente de Mercado de Capitales de Corfinsura S.A., Director de Comercio y Mercados del Ministerio de Desarrollo Económico, Secretario General de la Corporación Nacional de Turismo.
Rafael Ignacio	Ingeniero Mecánico de la Universidad Pontificia Bolivariana, Master en Ciencias M.Sc. / Energía, Recursos Naturales y Medio Ambiente, The George Washington University y Programa Desarrollo Gerencial del Inalde. Se ha desempeñado como Consultor Asociado Estrategia e Innovación The Breakthrough, Gerente de Investigación y Desarrollo en Quala S.A., Director de Innovación y Estrategia en Grupo Phoenix y Director de Investigación y Desarrollo en Alpina S.A.

Fuente: Enka de Colombia S.A. {Informe en línea} (01/08/2017) disponible en: <http://www.enka.com.co/enka/index.php/es/content/view/full/141>

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

Enka de Colombia S.A. de Colombia S.A. al inscribir acciones en el registro nacional de valores y emisores y en la bolsa de valores, tiene por objetivo lo siguiente:

Permitir la libre negociación de estas en el mercado público de valores, de manera que los accionistas puedan negociar sus acciones.

Crear un incentivo de la compañía, con el fin de que los acreedores capitalicen sus inversiones de acuerdo con el artículo 25 del acuerdo de reestructuración, y de esta manera poder negociar sus acciones en el mercado público de valores, de acuerdo a sus deseos o necesidades.

PRINCIPALES ACCIONISTAS

La compañía, cuenta con 20 principales accionistas al cierre del periodo del año 2016, los cuales son:

Tabla 59. Principales accionistas



Nombre Accionista	Identificación	No. De Acciones Poseídas	% Participación
Jara Albarracín Manuel Guillermo	19.354.408	2.018.312.858	17,14%
Grupo de Inversiones Suramericana S.A	811.012.271-3	1.973.612.701	16,76%
C.I. Ayura S.A.	860.043.345-0	1.397.496.600	11,87%
Vélez Trujillo Inés Helena	43.004.366	907.255.349	7,71%
Inversiones Cfns S.A.S	811.013.636-2	776.582.042	6,60%
Inversiones y Construcciones Estratégicas S.A.S	900.170.693-7	429.096.673	3,64%
Otros Accionistas		4.271.367.960	36,28%
Total Acciones en Circulación		11.773.724.183	100%

Fuente: Enka de Colombia S.A.

LIQUIDEZ ACCIONARIA Y LIBRE FLOTACIÓN

Enka de Colombia S.A de Colombia S.A cuenta con una capitalización bursátil de \$113.027.752.156,8 obteniendo así un índice relevante de bursatilidad de la bolsa de valores de Colombia, dejando al cierre del ejercicio del año 2016 11.773.724.183 acciones ordinarias en circulación, con un valor nominal de \$10, con una participación del 0,21% en la canasta IGBC.

Tabla 60. Indicadores bursátiles Enka

Indicadores	
Participación en la canasta IGBC	0,21%
Participación en la canasta COLCAP	0,00%
Participación en la canasta COL20	0,00%
Q - TOBIN = (Valor de mercado / Valor en libros)	0,11
RPG = (Precio de mercado / Utilidad por Acción)	-3,88

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Actualmente se encuentra en el listado de las compañías con acciones de libre flotación en el mercado colombiano. Su porcentaje de participación con relación al COLCAP es de 0,0%, y en el COLEQTY (índice general que está compuesto por las 40 acciones con mejor función de selección de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC)) es del 0,04%.

POLÍTICA DE DIVIDENDOS

La compañía no cuenta con una política de dividendos puesto que al someterse bajo la ley 50 a una reestructuración, la Asamblea General de Accionistas no podrá ordenar el pago de dividendos hasta cuando no se haya saneado el pasivo total de la empresa.

RIESGOS DE INVERSIÓN

RIESGOS OPERACIONALES

Es un tipo de empresa que está expuesta a mucho riesgos por la exposición de sus empleados a diferentes enfermedades laborales, debido a esto Enka de Colombia S.A de Colombia cuenta con un comité paritario de salud ocupacional (COPASO), que ayuda a vigilar y controlar el uso adecuado de los implementos de seguridad, verificando que las condiciones del espacio sean en excelentes condiciones, además ejercen control en las temperaturas ambientales lo que ayuda al debido desarrollo de los procesos.

Dentro de este tipo de riesgo también se encuentran los siguientes:

Cadena de Abastecimiento

Regulación - Aranceles

Entorno Competitivo

Obsolescencia Tecnológica

Pérdida de Conocimiento de la empresa

RIESGOS FINANCIEROS

La empresa realiza diferentes inversiones con el fin de ampliar su infraestructura tecnológica e inmobiliaria y así apoyar su estrategia de ser una empresa con desarrollo sostenible, innovadora y de transformación, para de esta manera alcanzar los objetivos estratégicos trazados dentro de los grupos de interés de la compañía y sus colaboradores que tienen un sentido de pertenencia y compromiso para la empresa.

Estas inversiones han sido consolidadas y adicional han diversificado su mercado lo que permite que Enka de Colombia S.A. de Colombia se caracterizarse por alta volatilidad de los mercados, mejorando su solidez financiera, lo cual ha sido reconocido por Fitch Rating, incrementando su calificación a BBB-Col a BB (Col).

Además, lograron ampliar sus líneas de crédito con el sector financiero, permitiendo continuar con la estrategia a largo plazo.

Dentro de estos riesgos financieros se encuentran:

Variación Tasa de Cambio. Un gran porcentaje de los ingresos de la empresa provienen de las exportaciones, por lo que la volatilidad que se da en el país por la tasa de cambio puede generar un gran impacto en los informes financieros de la compañía, por lo tanto, la empresa desarrolla diferentes negociaciones de cobertura cambiarias como (swaps y forward) con el fin de mitigar este riesgo.

Precio de Materia Primas: Debido al movimiento en los precios de la materia prima puede causar un impacto en los costos directos de los productos producidos por Enka de Colombia S.A de Colombia, aunque puede ser no muy significativo puesto que aproximadamente el 45% de los productos fabricados en la compañía son realizados a partir de materias primas recicladas lo que permite mitigar un poco el impacto de este riesgo haciendo del reciclaje del PET un negocio sostenible.

RIESGOS SOCIALES Y AMBIENTALES

En este tipo de riesgo se encuentra el cumplimiento ambiental lo cual permite que la empresa pueda desarrollar todos sus procesos, pero teniendo en cuenta que este es generado por factores externos.

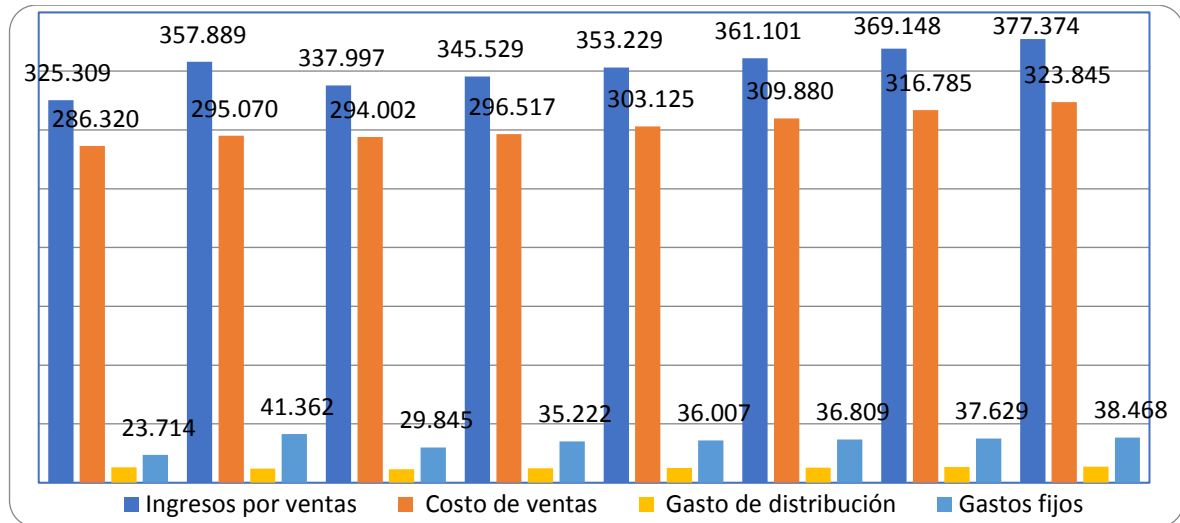
Enka de Colombia S.A. de Colombia mitiga este riesgo trabajando en el desarrollo sostenible tanto de la comunidad como de la compañía, promoviendo el respeto por los recursos naturales, la inclusión social y la ética en los negocios. Su respeto por el medio ambiente lo demuestra a través de toda su labor, cuentan con la red más grande de recuperación de botellas posconsumo PET, además han ido creando e incentivando la cultura de reciclaje, dignificando la labor del reciclador, pero lo más importante apoyando el progreso de la comunidad

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

SUPUESTOS DE OPERACIÓN

Ventas estimadas. Las ventas estimadas están proyectadas a base del promedio del 2% obtenido de los ingresos operaciones de los años 2014, 2015, y 2016.

Uno de los ingresos más consolidados de la Compañía son los obtenidos por las ventas de la línea de resina EKO®PET que al año 2016 representan un incremento del 38% en volumen frente al año anterior.

Figura 1. Supuestos de operación


Fuente: Elaboración propia

Costo de la mercancía vendida. El costo de venta representa el 87% sobre las ventas del año 2016, se evidencia poca disminución entre el año 2016 y 2015, teniendo en cuenta que en el año 2016 se incurrió un incremento de 8% en mano de obra, dado que la compañía se interesó mucho por generar costos en capacitación y beneficios para el crecimiento laboral y profesional de los empleados.

Gastos de administración y de comercialización. Los gastos fijos y de distribución representan el 12% sobre las ventas del año 2016. El promedio de los gastos fijos operacionales es de un 10% obtenido de los años 2014,2015 y 2016, tomando este como base para la proyección de los próximos 5 años, teniendo en cuenta que los gastos de salarios y prestaciones sociales han sido muy representativos en la compañía.

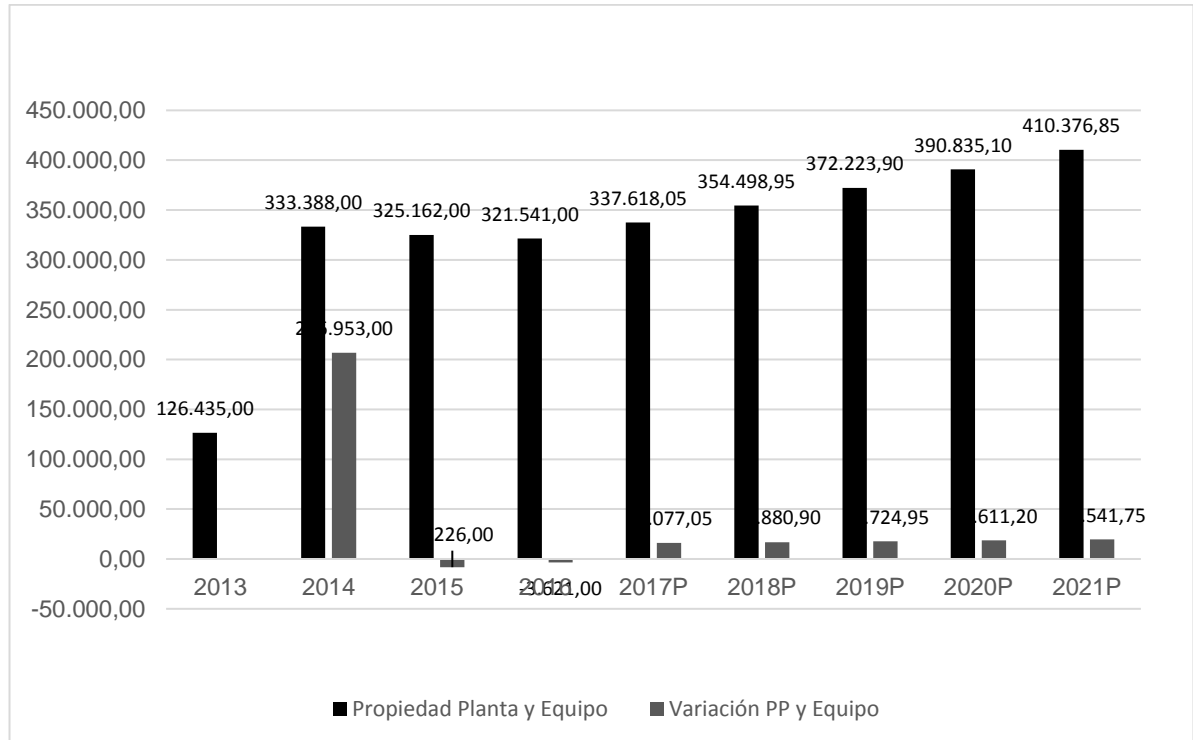
Enka incurre en otros gastos de renta diferida, gravamen de los movimientos financieros, costos otras ventas, coberturas e indemnizaciones laborales.

Los gastos de distribución hacen referencia a los gastos incurridos en exportación y fletes nacionales, tomando como promedio el 4% para las proyecciones del próximo año.

SUPUESTOS DE INVERSIÓN

La empresa tuvo un crecimiento en la propiedad planta y equipo en el año 2014 con respecto al año 2013 con una variación del 163,7%, este pico se generó por la puesta en marcha de la planta de reciclaje PET y la planta de generación de energía, ya para los años 2015 y 2016 se evidencia disminución en estos activos debido a la depreciación acumulada y que la compañía no realizó inversiones en activos fijos. Se proyecta para los años siguientes un crecimiento constante del 5% en la propiedad, planta y equipo.

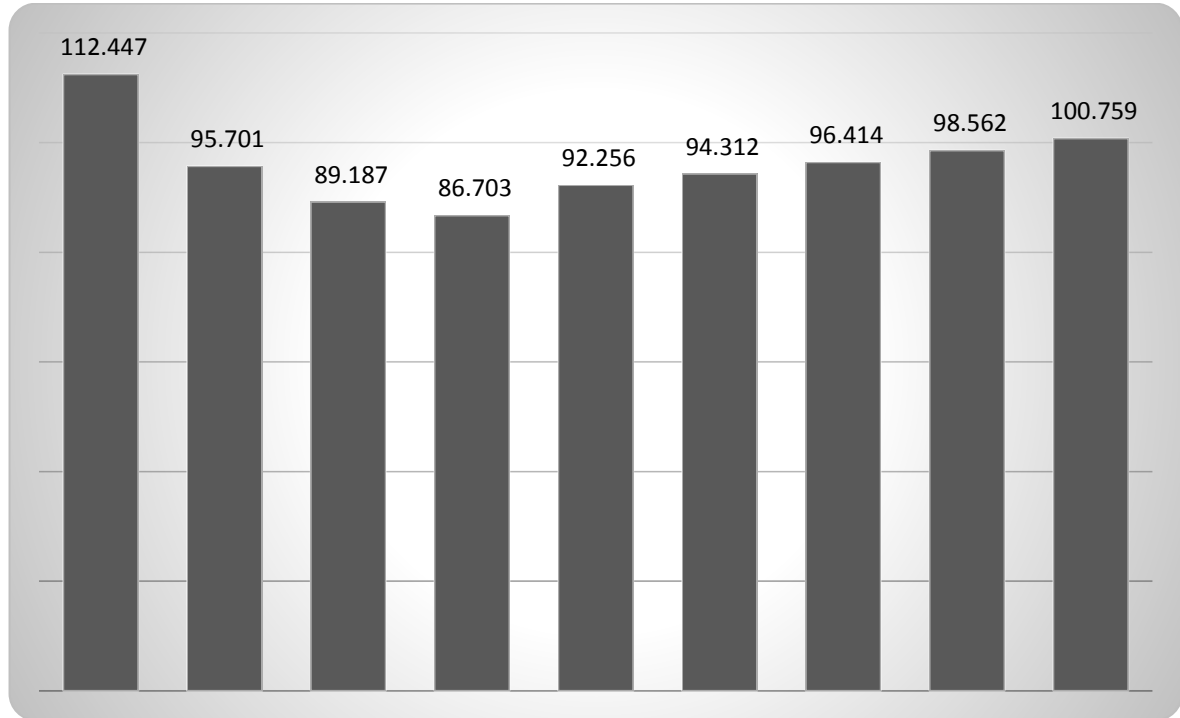
Figura. 2 Inversión en propiedad planta y equipo histórico y proyectado



Fuente: Elaboración propia

CAPITAL DE TRABAJO

La mayor variación del capital de trabajo neto operativo se ve reflejada entre el año 2014 con respecto al año 2013 con una disminución del 15%, debido a un aumento del 40% en las cuentas por pagar en el año 2014, en el año 2015 y 2016 también se evidencia disminución, pero de menor porcentaje siendo del 7% para el 2015 con respecto al año 2014 y del 3% para el año 2016 con respecto al año 2015.

Figura 3. Capital de trabajo neto operativo


Fuente: Elaboración propia

Las proyecciones de las inversiones de capital de trabajo neto operativo se basaron en el promedio de los tres años 2014, 2015 y 2016 de los días de rotación de las cuentas por cobrar, de inventario y de las cuentas por pagar, y para el efectivo en el porcentaje de participación con respecto a las ventas lo cual se evidencia en el cuadro anterior.

Tabla 61. Proyecciones de capital.

	2014	2015	2016	Promedio
Días de cuentas por cobrar	98	61	66	75
Días de Inventario	83	84	64	77

Efectivo (% de las ventas)	4%	6%	6%	5%
Días año	365			
Días de cuentas por pagar	87,3	72,59	55,53	72

Fuente: Elaboración propia

Se evidencia como los días de rotación de cartera y cuentas por pagar han disminuido año a año con respecto del año 2014, pero los días de inventario se han mantenido casi constantes en el año 2014 y 2015 presentándose disminución en el año 2016 pasando de 83 y 84 días a 64 días, lo que permite más movimiento del inventario de la empresa.

La cartera de la empresa es una variable importante que permite administrar el capital de trabajo, puesto que con la eficiencia que esta se maneje el capital de trabajo y la liquidez de la empresa podrían mejorar o empeorar, pues en las ventas a crédito se inmoviliza una gran parte de los recursos de la compañía puesto que está financiando con sus recursos a sus clientes lo que quiere decir que las ventas a crédito son inversiones con rentabilidad cero. En la empresa Enka se evidencia que las cuentas por pagar tienen una rotación más aceleradas que las cuentas por cobrar lo cual genera una desventaja financiera porque mientras la empresa financia a sus clientes debe pagar a sus proveedores en más corto plazo, quiere decir, que la compañía debe recurrir a financiarse con entidad externas para cubrir los pagos a sus proveedores generando unos sobrecostos financieros.

IMPUESTOS

Comprende el valor de los gravámenes de carácter general obligatorio a favor del Estado y a cargo de las compañías, por concepto de las liquidaciones privadas que se determinan sobre las bases impositivas del período fiscal, de acuerdo con las normas tributarias del orden nacional y territorial aplicables a Enka de Colombia S.A.

Las disposiciones fiscales vigentes aplicables a la compañía estipulan que a partir del año gravable 2017, la ley 1819 de 2016 determina que las tasas de impuesto de renta se renovarían de la siguiente manera:

Tabla 62. Impuesto sobre la renta

Año	Impuesto de Renta	Sobretasa impuesto de renta
2014	25%	0%

2015	25%	0%
2016	25%	0%
2017	34%	6%
2018	33%	4%
2019 y siguientes	33%	0%

Fuente: Elaboración propia

Teniendo en cuenta que para el año 2017 y 2018 se establecieron unas sobretasas del impuesto de renta y complementarios y que la base para determinar el impuesto sobre la renta no puede ser inferior al 3.5% de su patrimonio líquido en el último día del ejercicio gravable inmediatamente anterior.

Enka de Colombia S.A tiene una particularidad en el tema de los impuestos y es debido a sus pérdidas fiscales, por esta razón es considerable hacer factible el punto de la nueva reforma tributaria ley 1819 de 2016 donde define la fórmula para determinar el valor de las pérdidas fiscales existentes a diciembre 31 de 2016 susceptibles de ser compensadas en los periodos siguientes.

De acuerdo con las normas fiscales vigentes, Ley 1111 de 2006, las pérdidas originadas a partir del año gravable 2007 podrán ser compensadas, reajustadas fiscalmente, sin limitación porcentual, en cualquier tiempo, con las rentas líquidas ordinarias sin perjuicio de la renta presuntiva del ejercicio.

De acuerdo con la Ley 1819 de 2016, las pérdidas originadas a partir del año gravable 2017 podrán ser compensadas, no reajustadas fiscalmente, en un término de 12 años con las rentas líquidas ordinarias, sin perjuicio de la renta presuntiva.¹⁵⁹

A lo anterior, la composición de las pérdidas fiscales de la compañía es la siguiente:

Tabla 63. Composición Pérdidas fiscales

Año Fiscal	Perdidas por compensar Ley 1819 de 2016	Año de expiración
2008	34.013	No expiran
2009	12.381	No expiran
2010	5.200	No expiran
2011	12.004	No expiran

¹⁵⁹Enka de Colombia S.A. Informe de sostenibilidad año 2016. {Informe en línea} {28/07/2017} disponible en: <http://www.enka.com.co/enka/index.php/es/content/view/full/145>

2012	16.208	No expiran
2013	14.755	No expiran
2014	10.253	No expiran
2015	11.679	No expiran
2016	0	
Total	116.493	

Fuente: Enka de Colombia S.A. Informe anual 216

Al 31 de diciembre de 2016 la compañía presenta pérdidas fiscales por compensar por valor de \$116,493, originadas durante los años 2008 a 2016, lo que representa una disminución de \$28,718 con respecto a las pérdidas fiscales bajo la norma anterior de \$145,209.

7.5 COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL

La tabla anterior muestra el cálculo del WACC (Costo promedio ponderado del capital) que es la tasa de descuento para valorar a la empresa Enka de Colombia S.A teniendo en cuenta todas sus fuentes de recursos. En el año 2016 asume un costo financiero del 10% y una tasa impositiva del 34%. Por otro lado, se espera del sector de este mercado, en promedio, una rentabilidad del 8,4%, todos estos datos llevan a un costo de capital del 8% y un WACC del 7,96%, quiere decir que para a valorar la empresa se debe descontar los flujos de caja esperados a una tasa del 7,96%.

Tabla 13 Cálculo WACC

	2014	2015	2016
WACC	7%	8%	7,96%
Kd	6%	10%	10%
KdT	4%	7%	6%
Bl	1,029975139	1,013672095	0,984552459
Ke	8%	8%	8%
Intereses	4.204	6.460	5.112
Deuda	71.277	64.238	52.582
Patrimonio	208.006	205.062	201.667
D%	26%	24%	21%
P%	0,744785755	0,761463052	0,793186994
Bu	0,84		

Tasa Libre de Riesgo (Rf)	0,05825		
Rm	8,4%		

Fuente: Elaboración Propia

CONCLUSIONES

Se realizó un acercamiento a la realidad económica y financiera actual y futura de la compañía ENKA S.A. por medio de los métodos de valuación elaborados, llegando a una aproximación en el precio de la acción

Se identificó en las proyecciones realizadas a ENKA S.A. que las variaciones de estas están sujetas de forma importante a la forma en que se comporte la inflación y la tasa de cambio.

Se evidencio la espera de un crecimiento en las ventas de ENKA por la nueva línea adicional con la entrada de la nueva planta PET.

Se observó que una de sus debilidades es su estrecho catálogo de productos, que se espera ampliar con la entrada en función de la nueva línea EKO®PET, y la cual reforzara la compañía en cuanto sus ventas y se espera que también sea en cuanto a su productividad y ese factor diferenciador logre que la empresa se mantenga a pesar del debilitamiento que tiene en este momento el sector textil en Colombia.

Se percibió que la inversión realizada en la planta de generación térmica le permitirá mejorar sus costos de producción al obtener un rendimiento en el uso de la energía; al igual que su gran trabajo en cuanto a la responsabilidad social y ambiental, generando gran cantidad empleos, contribuyendo de igual forma a la preservación del medio ambiente generando una disminución importante de CO₂.

BIBLIOGRAFÍA



Enka de Colombia S.A. Informe financiero y social 2010. Recuperado de:
<http://www.enka.com.co/enka/index.php/es/content/view/full/145>

Damodaran, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

Ministerio de hacienda; http://www.mincit.gov.co/tlc/publicaciones/12780/mirada_al_sector_textil

Textil confecciones; <https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/Desarrollo%20Empresarial/Textiles.pdf>

ANDI, balance 2016- perspectivas 2017; <http://www.andi.com.co/SitEco/Documents/ANDI-Balance%202016-Perspectivas%202017.pdf>

Ministerio de comercio, industria y turismo de Colombia;
http://www.mincit.gov.co/tlc/publicaciones/12780/mirada_al_sector_textil.

Enka invierte en nueva línea de pet. El Colombiano. Recuperado de
http://www.elcolombiano.com/BancoConocimiento/E/enka_invierte_en_nueva_linea_de_pet/enka_invierte_en_nueva_linea_de_pet.asp

El salvavidas de Enka. Revista Dinero. Recuperado de <http://www.dinero.com/empresas/articulo/los-negociosenka/191232>

**Enka de Colombia S.A****Estado de situación financiera individual****(Cifras expresadas en millones de pesos colombianos)**

	2014	2015	2016
ACTIVOS			
Activos corrientes			
Efectivo y equivalentes al efectivo	12.178	20.178	19.059
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	86.043	57.617	57.041
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	601	1.459	3.656
Instrumentos financieros derivados	-	238	683
Inventarios	64.859	68.093	51.291
Activos por impuestos	6.086	4.132	6.343
Total de activos corrientes	169.767	151.717	138.073
Activos no corrientes			
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	501	522	386
Inversiones en subsidiarias	1.464	1.464	3.475
Propiedades, planta y equipo	333.388	325.162	321.541
Propiedad de inversión	57.728	61.963	65.146
Activos por impuestos diferidos	10.509	9.728	10.827
Total de activos no corrientes	403.590	398.839	401.375



Total de activos	573.357	550.556	539.448
PASIVOS Y PATRIMONIO			
Pasivos			
Pasivos corrientes			
Obligaciones financieras	22.285	9.240	8.825
Beneficios a empleados	7.081	6.127	6.123
Estimados y provisiones	2.279	3.632	2.574
Cuentas comerciales por pagar y otras cuentas por pagar	61.591	52.315	39.103
Instrumentos financieros derivados	5.716	978	4
Impuestos por pagar	2.614	3.640	3.418
Títulos emitidos	670	670	670
Total de pasivos corrientes	102.236	76.602	60.717
Pasivos no corrientes			
Obligaciones financieras	48.992	54.998	43.757
Beneficios a empleados	3.103	2.764	3.973
Cuentas comerciales por pagar y otras cuentas por pagar	6.890	6.367	5.627
Impuestos por pagar	1.858	1.291	104
Títulos emitidos	3.290	2.764	2.207
Pasivo por impuestos diferidos	56.139	57.922	58.215
Total de pasivos no corrientes	120.272	126.106	113.883



Total pasivos	222.508	202.708	174.600
<hr/>			
Patrimonio			
Capital emitido	117.737	117.737	117.737
Prima de emisión	152.578	152.578	152.578
Resultado del ejercicio	- 9.735	- 9.792	10.603
Ganancias acumuladas	90.269	87.325	83.930
Total patrimonio	350.849	347.848	364.848
Total de pasivos y patrimonio	573.357	550.556	539.448

Enka de Colombia S.A
Estado de resultados individual
(Cifras expresadas en millones de pesos colombianos)

	2014	2015	2016
Ingresos de actividades ordinarias	325.309	357.889	337.997
Costo de ventas	-286.320	-295.070	-294.002
Ganancia bruta	38.989	62.819	43.995
Gastos de distribución	-12.948	-12.050	-11.497
Gastos de administración y venta	-21.211	-22.780	-24.298
Otros ingresos	4.679	7.476	9.755
Otros gastos	-2.503	-18.582	-5.547
Ganancia por actividades de operación	7.006	16.883	12.408
Pérdida derivada de la posición monetaria neta	-12.979	-18.570	3.251
Ganancia (pérdida) método de participación	-371	-	-488
Ingresos financieros	880	809	707
Costos financieros	-4.204	-6.460	-5.112
Pérdida antes de impuestos	-9.668	-7.338	10.766
Gasto por impuestos	-67	-2.454	-163
Pérdida neta del período	-9.735	-9.792	10.603
Ganancias por acción			
Pérdida por acción básica en operaciones continuadas (*)	(0,83)	(0,83)	0,90
Total pérdidas básicas por acción	(0,83)	(0,83)	0,90

**Enka de Colombia S.A****Estado de resultados individual****(Cifras expresadas en millones de pesos colombianos)**

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Ingresos por ventas	345.529	353.229	361.101	369.148	377.374
Costo de ventas	296.517	303.125	309.880	316.785	323.845
Utilidad bruta	49.012	50.105	51.221	52.363	53.530
Gasto de distribución	12.380	12.656	12.938	13.226	13.521
Gastos fijos	35.222	36.007	36.809	37.629	38.468
Otros ingresos					
Utilidad operacional	12.142	12.413	12.689	12.972	13.261
Pérdida derivada de la posición monetaria neta					
Ganancia (pérdida) método de participación					
Ingresos financieros					
Costos financieros	1.136	1.161	1.187	1.214	1.241
Perdidad antes de impuestos	11.006	11.251	11.502	11.758	12.020
(-) Impuestos					
Utilidad neta	11.006	11.251	11.502	11.758	12.020