REPORTE BURKENROAD: FABRICATO S. A.

DANNA GISSELLA GÓMEZ CASTILLO

VIVIANA MARGARITA MEJÍA TOBÓN

UNIVERSIDAD EAFIT

ESCUELA DE ECONOMÍA Y FINANZAS

MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

MEDELLÍN

2019

REPORTE BURKENROAD: FABRICATO S. A.

Trabajo presentado como requisito parcial para optar al título de magíster en Administración Financiera

DANNA GISSELLA GÓMEZ CASTILLO[1]

VIVIANA MARGARITA MEJÍA TOBÓN[2]

Asesor: Álvaro Hernández Bonet, MAF

UNIVERSIDAD EAFIT

ESCUELA DE ECONOMÍA Y FINANZAS

MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

MEDELLÍN

2019

[1] dannagomez02@gmail.com
[2] vivianamejiatobon@gmail.com

REPORTE FINANCIERO
BURKENROAD

Nombre de la compañía
BVC / FABRICATO

Primera cobertura o cobertura continua
Fecha de valoración: octubre de 2019. Datos anuales de 2014 a 2018

Recomendación: mantener

Precio de la acción y valor del IGBC

Mantener la inversión considerando que el precio de la acción va a incrementarse por su incursión en el sector inmobiliario. Esta decisión está sujeta a la capacidad que tenga la compañía de mejorar sus costos de operación.

Entorno macroeconómico: aceleración en el PIB entre 2019 y 2024 hasta un 3,40%
El precio esperado por alcanzar en el mes 12 de 2020 es COP10,29

Tabla de valoración con los datos financieros más destacados

Indicador	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ebitda*	$5.816	$8.607	$11.729	$15.123	$18.840	$22.887
NOPLAT*	$3.586	$5.545	$7.766	$10.260	$12.862	$15.685
WACC	8,91%	8,86%	9,11%	9,01%	9,39%	9,65%
FCL	$34.764	$4.402	$5.041	$11.976	$14.388	$52.659
ROIC		26,59%	24,49%	26,25%	26,39%	25,50%
Margen ebitda	1,71%	2,45%	3,22%	4,01%	4,83%	5,66%
ROA	2,90%	0,10%	0,44%	1,22%	1,58%	5,74%
ROE	4,91%	0,18%	0,76%	2,11%	2,71%	9,11%
Margen bruto	10,00%	11,00%	12,00%	13,00%	14,00%	15,00%
EV/ebitda**	28,55	21,00	16,41	13,51	11,17	9,39
Precio de la acción***	$9,38	$10,29	$11,04	$12,62	$13,97	$19,75

*expresado en millones de pesos colombianos
**expresado en número de veces
*** expresado en pesos colombianos

Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización bursátil: COP48.309.704.173,7 (23 de octubre de 2019)
Número de acciones en circulación: 9.201.848.397 (23 de octubre de 2019)
Volumen promedio diario del último año: 15.004.056,6 (18 de octubre de 2018 a 23 de noviembre de 2019)
Bursatilidad: baja
Participación en el índice: no participa
Cotiza en: Bolsa de Valores de Colombia
Beta: 1,07
Rango en el último año: COP5,00 a COP8,00

Apreciación global de la compañía
Localización: Bello
Industria: textil
Descripción: empresa colombiana dedicada a la comercialización y la fabricación de productos textiles
Productos y servicios: productos textiles divididos en seis líneas de negocios
Sitio web de la compañía: www.fabricato.com/es/

Analistas:
Danna Gissella Gómez Castillo
Viviana Margarita Mejía Tobón

Asesor de investigación:
Álvaro Hernández Bonet
Directora de la investigación de inversión:
Judith Cecilia Vergara Garavito

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

El precio de la acción de Fabricato S. A. en los últimos cinco años (2015 a 2019) ha presentado una rentabilidad diaria promedio de -0,07% y una volatilidad de 2,2%; alcanzó el precio máximo de COP19,00 el día 25 de febrero de 2016 y el precio mínimo de COP5,00 el día 22 de noviembre de 2018 y se ha mantenido con una tendencia a la baja desde el 14 de abril de 2017.

El comportamiento que viene presentando la acción luego del escándalo de Interbolsa hizo que el mercado asumiera el precio real del título; factores externos, como el contrabando de telas provenientes de países asiáticos, e internos, como el cese de actividades debido a la difícil situación económica que atravesaba la compañía y la incertidumbre que se ha generado por la incursión en el negocio inmobiliario, son las razones por las que la acción de Fabricato presenta una baja bursatilidad en la Bolsa de Valores de Colombia.

En el último año, el título de Fabricato S. A. presentó una volatilidad de 2,60% y una rentabilidad diaria promedio de -0,07%; el rango entre sus precio máximo y mínimo se situó entre COP8,00 y COP5,00, en su orden, y en general tuvo un precio promedio de COP6,19.

Como se evidencia en el gráfico 1, el precio de la acción de Fabricato S. A. con respecto al índice de referencia COLCAP, que mide las variaciones en los precios de las veinte acciones más líquidas, y el índice COLSC, que mide la canasta de las quince empresas más pequeñas que cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, tuvo un comportamiento con menor correlación desde año 2017, además de ser el período a partir del que la acción comenzó una tendencia a la baja, para ubicarse en COP5,22 con corte el 19 de octubre de 2019.

Gráfico 1. Comportamiento del precio de la acción de los últimos cinco años de Fabricato comparado con COLCAP y COLSC

Fuente: Bloomberg (2019)

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Las valoradoras recomiendan mantener hasta el primer trimestre del año 2020 las inversiones que se tienen en la compañía Fabricato S. A. A pesar de que podría pensarse en una recomendación de comprar dadas las estimaciones hechas en la valoración a través del método de flujo de caja descontado, que arrojaron resultados positivos en el valor de la compañía y mejoras en el precio de la acción, con un aumento porcentual del 111,00% en los años proyectados, al pasar de COP9,38 en el 2019 a COP19,75 en 2024, no puede olvidarse que esos resultados se basan en la capacidad de la actual administración para llevar los costos de operación del negocio textil a los estándares de la industria y también en la incursión en el negocio inmobiliario, que representó un 73,26% del valor de la acción para el último año. Las valoradoras tienen la incertidumbre sobre la capacidad de la actual administración para llevar los costos de operación del negocio textil a los estándares de la industria. Si bien en el trabajo se cuantifica y se incluyó dicho factor, para no quedar cortos se sugiere darle un compás de espera hasta cierre del año 2019 y tres meses del año 2020 para que demuestre que sí es capaz. De lo contrario, la recomendación sería “vender” en esa fecha, no obstante, la buena rentabilidad del negocio inmobiliario. Si parte o

la totalidad de lo que se venda se reinvierte en otro negocio inmobiliario, tendría mayor rentabilidad que en el de Fabricato S. A. porque no tendría que subsidiar el mal desempeño del negocio textil.

TESIS DE INVERSIÓN

La situación histórica financiera de Fabricato S. A. ha sido permeada de prácticas desleales de importación, altos costos en materia prima, cese de actividades, líneas de negocio poco rentables y aspectos macroeconómicos desfavorables para la industria, que la han llevado a obtener pérdidas en sus actividades por operación y, en consecuencia, todo de lo que de ello se deriva. A pesar de dicho comportamiento, y de acuerdo con los resultados presentados en el transcurso del año 2019, se puede estimar que la compañía tendrá un mejor desempeño por el aumento en las ventas minoristas, la alta actualización tecnológica que tiene y los flujos de caja que empezará a recibir del negocio inmobiliario, provenientes de tres grandes proyectos: Ciudad Fabricato, Tríada Ibagué y Parque Industrial Rionegro. El desempeño operativo (ebitda) de la compañía empieza a presentar mejores resultados, lo que indica una capacidad de generar flujos suficientes para compensar gastos financieros y tributarios, producto de la mejora del margen bruto que se estima que Fabricato alcance.

La mejora en el flujo de caja libre (FCL), el crecimiento de los ingresos y el ROIC ayudan a vislumbrar los impulsadores subyacentes del desempeño de la compañía, si se excluye el FCL del año 2019, por el anticipo del 40% de los flujos futuros que la compañía decidió adelantar del proyecto inmobiliario Ciudad Fabricato. En los años 2020 a 2023 la mejora en este rubro será considerable debido a que se estima recibir ingresos provenientes de otros proyectos, como Tríada Ibagué, iniciativa en la que Fabricato tiene la expectativa de recibirlos al cabo de diez años, y Parque Industrial Rionegro, en el que se estiman ingresos a perpetuidad debido a su figura de arrendador. Para el último año, el aumento sustancial del FCL se justifica por el posible anticipo restante al 60% del proyecto antes mencionado y, a su vez, del proyecto Tríada Ibagué lo faltante a la

estimación de los diez años con el objetivo de no afectar el valor de continuidad de la valoración.

El comportamiento que tendrá el costo promedio ponderado (WACC) de Fabricato S. A. representa un mayor apalancamiento con deuda, es decir, que para dichos años el costo de la deuda será mayor que el del patrimonio. Es importante tener en cuenta que para el año 2023 Fabricato S. A. tiene presupuestado saldar sus obligaciones financieras por lo cual la estructura financiera presentará cambios.

Como antes se expuso, el sector textil en los últimos años se ha visto afectado por el incremento en importación de telas y ropa con niveles de precio inferiores comparados con el producto local y una combinación con el aumento de precios de materias primas, lo que presionó el resultado de la industria en general, porque ocasionó altos costos de operación y, a su vez, presionó el sector por los precios que llegan del exterior, lo que afecta el nivel de utilidad o margen de contribución, lo que se constituyó en un reto para el Gobierno nacional; en el Plan Nacional de Desarrollo el Congreso aprobó la imposición de nuevos aranceles a las importaciones de textiles y confecciones como medida para equilibrar la balanza de los productores nacionales frente a la ropa que llega, en lo primordial, de países asiáticos. Otra de las oportunidades que favorece a la industria es el ambiente macroeconómico que se percibe en el país dado que, según las proyecciones del Grupo Bancolombia, el PIB presentará un aumento moderado estimado del 3,40% en 2023, la inflación tendrá una disminución alcanzable del 3,00% y habrá una tasa de cambio que podría llegar a un techo de COP3.100 en 2023 (Grupo Bancolombia, 2019).

VALORACIÓN

La valoración de la compañía Fabricato S. A. se realizó de acuerdo con los lineamientos establecidos por los reportes Burkenroad y mediante el método de flujo de caja descontado para determinar el valor actual de los flujos futuros con

una tasa que refleja el costo de capital, puesto que el valor de una empresa se deriva de la habilidad que tiene para generar flujos de caja libre. Además, permite tener en cuenta el desempeño histórico de la compañía, que es el punto de partida para generar estimaciones.

Los resultados obtenidos en la valoración por medio de flujo de caja descontado son los siguientes:

Tabla 1. Análisis de riesgo

Escenarios	Probabilidad de ocurrencia	Valor de la empresa *	Valor total de la acción **	Año de proyección del costo de ventas / ventas				
				2020	2021	2022	2023	2024
Pesimista	78,32%	123.921	4,80	88,5%	88,0%	87,5%	87,0%	86,5%
Optimista	21,68%	305.244	24,50	88,0%	86,0%	84,0%	82,0%	80,0%
probable	100,00%	166.067	9,38	89,0%	88,0%	87,0%	86,0%	85,0%

*expresado en millones de pesos colombianos
**expresado en pesos colombianos

Fuente: elaboración propia

El escenario más probable arrojó como valor de la compañía COP166.067 millones y un valor de acción por COP9,38, lo que situó la valoración en un valor intermedio entre los escenarios propuestos; la proyección de dicho escenario se obtuvo con base en el análisis histórico de los últimos cinco años, mediante la estimación de la reducción paulatina de los costos dado que Fabricato S. A. tiene todas las condiciones para lograrlo gracias al alto estado de actualización tecnológica, complementado con la estrategia corporativa publicada en los informes trimestrales del año 2019, que apunta a una reducción en CAPEX y una recepción de flujos de caja por la incursión en el sector inmobiliario, con lo que se lograría así generar utilidades para los siguientes años debido al anticipo del flujo de caja futuro derivado de los derechos económicos que tiene sobre el proyecto Ciudad Fabricato y, a su vez, de los flujos que vendrán como producto de otros proyectos inmobiliarios.

Se hizo el análisis de sensibilidad de los inductores requeridos en los acuerdos técnicos que son: NOPLAT, CAPEX, KTNO, WACC y g; para los primeros tres inductores se estimó una variación entre el -1% y el 1%, sujeta al comportamiento de las ventas y, a su turno, la misma variación para los últimos dos inductores; fuera de lo anterior, se tuvo en cuenta el costo de la mercancía vendida como un inductor propio del negocio porque se identificó que es el que genera mayor impacto sobre el valor de la empresa en relación con las ventas. La variación de 100 puntos básicos en este indicador afecta en un 26,30% el valor de Fabricato S. A. Ese impacto es superior al que pudiera generar cualquiera de los demás inductores tomados de manera individual o colectiva. Por esa razón, los escenarios pesimista y optimista se basaron en el inductor costo de ventas sobre ventas, en la tabla 1. Se puede evidenciar el cambio generado en el valor de la compañía y en el precio de la acción.

Para complementar la valoración anterior se buscaron las empresas comparables del sector textil a través de Bloomberg (2019) y se encontraron cinco compañías con las que se hizo la valoración por el método de múltiplos: EV/ventas, EV/ebitda y EV/ebit por cada uno de éstos se estimó un promedio para hallar el valor de Fabricato S. A.

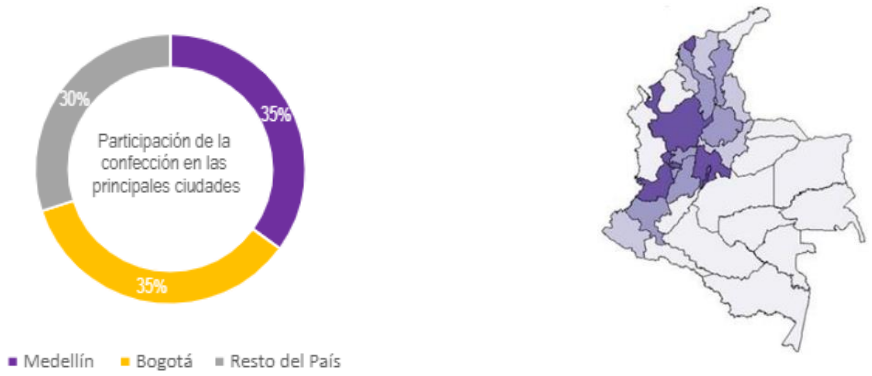
De dicha valoración se excluyó el múltiplo EV/ventas por ser claramente un dato atípico, con un valor de COP397.657. La valoración máxima de Fabricato por este método fue de COP44.943 millones por medio de EV/ebit, muy por debajo de la valoración encontrada con el método del flujo de caja libre de los activos, que resultó de COP166.067 millones; la diferencia se debe a que Fabricato incorporó a los resultados un valor no operacional de COP121.659 millones proveniente del negocio inmobiliario al que se ha dedicado en los últimos años. Las comparables tienen solamente lo correspondiente al negocio principal textil. Por último, el valor de la compañía por su operación principal se estimó en COP44.409 mediante EV/FCFFop por el método del flujo de caja libre de los activos, que es inferior a los resultados encontrados con la aplicación de los

múltiplos. Esa diferencia se justifica por los supuestos estimados por las valoradoras con el propósito de ser un poco precavidas con los inversionistas.

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

La cadena textil y de confecciones a lo largo de la historia ha jugado un papel destacable en el mundo y en la nación y se considera una de las actividades con más trayectoria e influencia en el desarrollo industrial del país por sus grandes aportes en el empleo, la innovación tecnológica y la contribución a la economía en general. En Colombia, la distribución geográfica de la producción textil y de la confección se concentra en las ciudades de Medellín y Bogotá, con un porcentaje de participación del 35,00% para cada una y el 30,00% adicional está en el resto del país (Sectorial®, 2018).

Ilustración 1. Distribución geográfica de la producción textil y de confecciones en Colombia

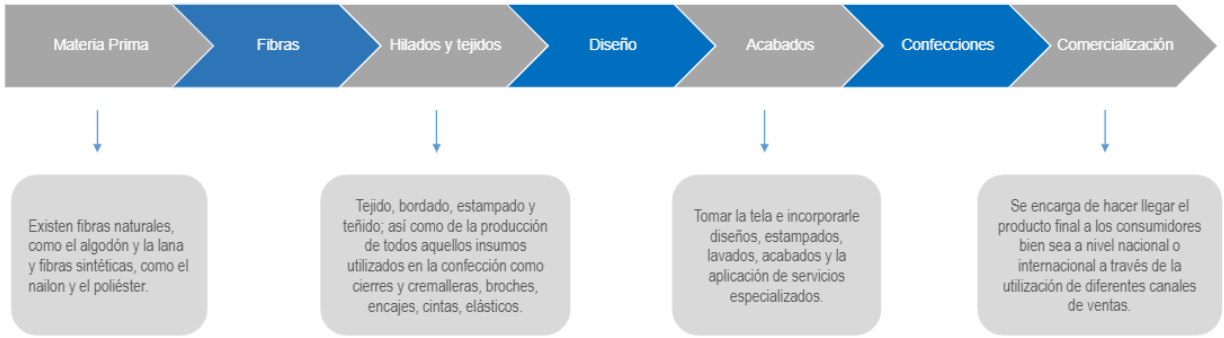


Fuente: Sectorial® (2018)

El eslabón de textiles está conformado por cuatro segmentos empresariales: grandes compañías (18,00%), medianas (39,80%), pequeñas (40,00%) y micro textileras (2,10%) y se diferencian entre sí por el número de empleados, el comportamiento de sus activos y las ventas. La cadena textil y de confecciones tiene gran multiplicidad de productos finales y su característica principal es la producción de hilados y tejidos para la confección de prendas de vestir y otros

artículos (Sectorial®, 2018). La producción interna de los subsectores textil y de confecciones presentó un aumento en el primer trimestre del año 2019 frente al mismo período del año anterior como respuesta a la recuperación en el índice de confianza industrial, que se ubicó en 1,40 puntos porcentuales de acuerdo con la encuesta mensual manufacturera (EMM) del DANE (Inexmoda, 2019).

Ilustración 2. Cadena productiva



Fuente: Sectorial® (2018)

En cuanto a las importaciones de productos textiles y materias primas, en el primer trimestre de 2019 se presentó una variación del 13,60% respecto al mismo período del año anterior y cabe resaltar que entre dichos productos están: seda, lana y pelo fino u ordinario, hilados y tejidos, algodón, fibras sintéticas, tejidos especiales y tejidos de punto, entre otros. Los países de los que provienen dichos productos en lo fundamental fueron China, con un 44,30%, seguida de India, con un 12,40%, y en tercer lugar Estados Unidos, con un 9,90%. Entre las empresas que importaron se encuentra Fabricato S. A., que ocupó el puesto número 17 según su valor FOB en dólares (Inexmoda, 2019). Por otra parte, las exportaciones presentaron un aumento del 13,30% en el mismo período de estudio y los principales países de destino de los productos colombianos fueron: Ecuador, con un 29,50%, seguido de México, con un 18,90%, y Brasil, con un 16,80%. La empresa se encuentra en el puesto número 5 de empresas colombianas que más exportaron en dicho trimestre en valor FOB en dólares (Inexmoda, 2019).

El algodón es la materia prima más importante para el sector textil y la producción en Colombia no abastece los requerimientos de la industria por la condición tropical del país, por lo que se ve expuesta a una “alta volatilidad ya que su índice de cotización en la Bolsa de Nueva York marca el precio para las negociaciones de la fibra y de las hilazas, lo que afecta el alza en el costo de las telas” (Fabricato S. A., 2018a). Las importaciones de materias primas en Colombia presentaron un aumento del 13,60% en el primer trimestre del año 2019, procedieron de países como China e India y el algodón fue la principal materia prima importada (Inexmoda, 2019). Otro factor determinante en el precio fue el arancel del hilo, que en la actualidad es del 10,00% y es un insumo escaso en el país, de modo que encarece la producción local debido a que no se produce de manera masiva (Inexmoda, 2018). De igual manera, la demanda interna del algodón se ha visto afectada en sentido negativo por el aumento de las importaciones ilegales dado que el precio de dicho producto es inferior al costo de producción interno; el sector textil sigue siendo el más afectado por el contrabando, porque, además de evadir el pago de impuestos, las prendas de vestir y la venta de insumos a precios muy bajos representan una competencia desleal para las empresas legalmente constituidas y el contrabando le cuesta cerca de tres mil millones de dólares cada año al país (Mercado, 2019). Respecto a los aranceles, en el año 2019 el Congreso aprobó, a través del Plan Nacional de Desarrollo, artículos que impusieron un arancel del 37,90% a la importación de confecciones como medida de protección al sector textil; sin embargo, este tipo de medidas termina beneficiando y afectando a unos y otros porque el consumidor final es el que se beneficia de los productos extranjeros con precios más competitivos y, a su vez, aranceles tan altos van a promover respuestas del mercado informal e ilegal, en el que el contrabando y la evasión se volverán más rentables (Fernández, 2019).

La cadena textil y de confecciones ha experimentado grandes cambios que conducen a la industria a generar valor agregado como factor clave de diferenciación respecto a la competencia internacional, por lo que hoy día la industria se encuentra en una fase de importantes avances en la comercialización de tecnologías vestibles han generado que sean cada vez más

las empresas enfocadas en textiles y prendas de vestir inteligentes (Inexmoda, 2018). Las más importantes compañías del sector textil y de confecciones, de una muestra de 274 empresas en cuanto al valor de activos, ventas, utilidad neta y ebitda con corte en el año 2018, fueron: Coltejer S. A., Fabricato S. A., Protela S. A., Textilia S. A. S., Textiles Lafayette S. A. S., Productora de Textiles Tocancipá S. A., Hilanderías Universal S. A. S. y Textiles Miratex S. A. S.

Tabla 2. Compañías representativas del sector textil y de confecciones

Datos expresados en millones de COP									
		Activos		Ventas		Utilidad		Ebitda	
Número	Empresa	# (274)	2018	# (274)	2018	# (274)	2018	# (274)	2018
1	COLTEJER S. A.	1º	951.567	7º	143.999	265º	-28.981	12º	7.358
2	FABRICATO S. A.	2º	908.179	2º	329.865	266º	-31.755	117º	0
3	PROTELA S. A.	4º	364.710	4º	166.811	243º	-539	4º	17.524
4	TEXTILIA S. A. S.	5º	306.590	12º	98.797	264º	-22.448	136º	-18.883
5	TEXTILES LAFAYETTE SAS	6º	300.132	3º	257.370	4º	6.866	3º	17.789
6	PRODUCTORA DE TEXTILES DE TOCANCIPÁ S. A.	7º	254.791	5º	156.481	1º	16.236	2º	26.939
7	HILANDERIAS UNIVERSAL S. A. S. UNIHILO	9º	193.721	9º	113.886	8º	3.118	9º	7.809
8	TEXTILES MIRATEX S. A. S.	10º	144.306	21º	60.327	51º	663	117º	0

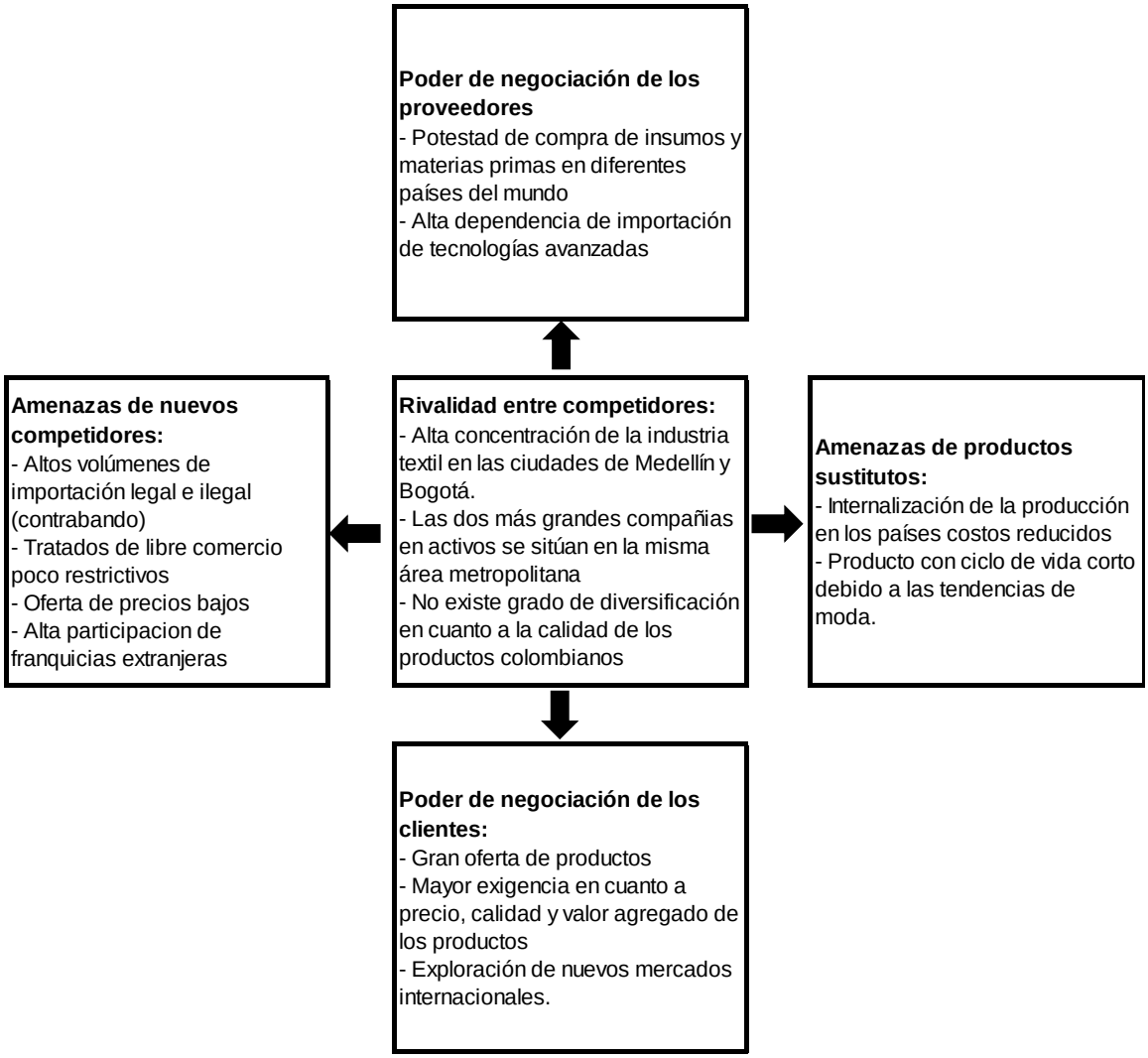
* #: número de empresas que conforman la muestra.

Fuente: elaboración propia con base en EMIS Benchmark (2019)

Como se evidencia en la tabla 2, Coltejer S. A. fue la compañía con mayor valor en activos y ocupó el puesto número uno en la muestra; sin embargo, Fabricato S. A. presentó mayores ingresos por ventas, seguida de Textiles Lafayette S. A. S., que tuvo el mismo puesto respecto a la generación de utilidad neta y fue superada por Productora de Textiles de Tocancipá S. A., con una utilidad neta

de $16.236 millones y un ebitda de $26.939 millones; cabe resaltar que las cuatro primeras compañías de la tabla anterior, aunque fueron las más grandes, tuvieron pérdidas.

Ilustración 3. Análisis de Porter



Fuente: elaboración propia.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Historia, localización e infraestructura

El 26 de febrero de 1920 los señores Carlos Mejía, Antonio Navarro y Alberto Echavarría fundaron la sociedad Fábrica de Hilados y Tejidos del Hato, dedicada

a la fabricación y comercialización de productos textiles, con domicilio principal en la ciudad de Bello, departamento de Antioquia, en la que tiene también el centro principal de sus negocios y las oficinas. La organización ha sido marcada por grandes hitos en el transcurso de su historia; la compañía comenzó a exportar sus telas en el año 1961; más tarde, en el año 2000, y después de una serie de sucesos desfavorables en materia financiera, se acogió a la ley 550 de 2000 para restructurar sus pasivos; en el año 2008 inauguró la planta de índigo más moderna de América Latina tras una inversión de USD40 millones.

En el año 2012 Fabricato estuvo relacionada con el escándalo de Interbolsa, banca de inversión que adquirió un total de 300.000 millones de repos en acciones de la textilera, lo que provocó un significativo aumento en el precio de la acción, que pasó de $26 a $90 en el transcurso de un año y medio y ocasionó el desplome de en los siguientes períodos.

Su proyecto más reciente fue el traslado de la producción de Rionegro, en el oriente antioqueño, al norte del área metropolitana, en el municipio de Bello, para consolidar así toda la producción de la empresa en una sola unidad industrial. Tiene presencia nacional a través de representantes de ventas en ciudades como Medellín, Bogotá, Cali, Barranquilla, Pereira, las del Eje Cafetero e Ibagué, e internacional en países como Perú, Ecuador, México, República Dominicana, Estados Unidos y Brasil. En el año 2013 se inició la implementación de una nueva estrategia de transformación y reestructuración del portafolio de productos con el fin de enfocarse en las líneas de mayor valor agregado.

Información de la administración

La Junta Directiva se compone de cinco miembros principales y cinco suplentes: el presidente Gilberto Restrepo Vásquez (miembro independiente), Karen Brazdys Villegas (miembro independiente), Alejandro Revollo Rueda (miembro independiente), Luis Fernando Arango (miembro independiente) y Gabriel Mauricio Cabrera Galvis (miembro independiente). La administración de la

compañía está a cargo de Carlos Alberto de Jesús, presidente, Juan Octavio Mejía Arias, director de Operaciones, Armando Castillo Builes, director de Marketing y Ventas, y Andrés Antonio Hincapié, secretario general.

Productos y servicios

Para hacer tangible la implementación de la estrategia, Fabricato renovó su portafolio de productos conformado por dos categorías e integrado en seis líneas estratégicas. Es importante mencionar que Fabricato produce bases textiles y no confecciona prendas de vestir.

Vestuario: compuesta por las siguientes líneas:

- *Denim*: es la tela con la que se confeccionan los pantalones de tipo *jean*.
- *Twills & poplins*: son driles y popelinas; esta línea atiende infinidad de productos con diferentes composiciones, hilos, pesos, colores, estampados y acabados.
- *Knit*: son tejidos de punto y su enfoque es la orientación hacia la elaboración de productos con mayor valor agregado, con diferentes fibras, hilos, tejidos, colores, estampados y acabados.

Institucional: compuesta por las siguientes líneas:

- Notejidos: insumos para la confección y la industria; son las telas utilizadas en filtros, pañales, paños húmedos, entretelas, etc.
- Militares: uniformes para las fuerzas armadas y la policía y los correspondientes accesorios.
- *Work*: es la línea de textiles de alto desempeño; son las telas utilizadas para los uniformes.

Estrategia

Fabricato diversificó la orientación de su producción textil con el propósito de potencializar sus recursos en el negocio inmobiliario y para ello se aprovechó el lote de Pantex (planta de producción de telas de moda y gran variedad de mezclas en fibras sintéticas y naturales) para desarrollar un proyecto comercial

y urbanístico llamado Ciudad de Fabricato con el fin de obtener flujos de caja adicional para sacar provecho de un activo del que no se hacía uso. Se desarrolla por medio de una alianza con Arquitectura y Concreto S. A. S., Londoño Gómez S. A. S. y el fondo de inversión Inmoval. Tendrá un centro comercial, de viviendas y un centro de servicios, que recibirán los nombres de Plaza Fabricato, Océana y Mediterránea, en su orden, lo que se constituye en una nueva unidad de negocio para Fabricato y no en un viraje en su vocación industrial y comercial textil.

Desarrollos recientes

Fabricato, al concentrar su producción en el municipio de Bello y con la incursión en el negocio inmobiliario, decidió implementar su estrategia en dicho sector en otras regiones del país en las que tenía activos para los que hoy día se tienen: en la ciudad de Ibagué se asoció con la empresa **Tríada** S. A. S. para desarrollar un lote de 45.000 m^2 en predios que ocupó Fibratolima; en el edificio Fabricato, en Medellín, las oficinas se dispondrán para la venta; por último en Sibaté, el caso Konkord continúa a la espera de la expedición del oficio de la Corte Suprema de Justicia para que proceda el registro del inmueble en la Oficina de Instrumentos Públicos a nombre de la compañía. Respecto a su negocio principal, entró en operación la nueva planta de tratamiento de aguas residuales (PTAR), que permite la remoción de color y la recirculación del líquido. Esta planta trata alrededor de 50.000 m^3 de agua por mes que proviene de los procesos de tintura de índigo y de la línea de driles y popelinas. La inversión en esta nueva tecnología ascendió a 9.200 millones de pesos.

Análisis DOFA

FORTALEZAS	DEBILIDADES
* Fabricación de productos con alto valor agregado, con el fin de satisfacer las exigencias del mercado por su funcionalidad mediante la marca registrada F-MAX * Implementación de economías naranjas a través de cuatro campos de acción: emisión, consumo de agua, vertimientos y autogeneración de energía * Instalaciones con alta tecnología; cuenta con una de las plantas más modernas del mundo para la fabricación de productos textiles, con ventajas competitivas en costo, diversificación y calidad * Marca reconocida, lo que le permite ser el proveedor de las principales industrias de confección del país * Posicionamiento internacional, con presencia en 14 países: Colombia, Ecuador, Perú, Venezuela, México, Bolivia, Argentina, Costa Rica, Honduras, Guatemala, República Dominicana, El Salvador y Estados Unidos	* El riesgo reputacional afecta el activo más valioso de la compañía: su imagen, lo que se refleja en el bajo precio de la acción, ocasionado por el caso de Interbolsa * Resultados financieros con cifras poco favorables para responder a sus obligaciones contractuales * Altos costos de la materia prima y elevados gastos de operación
OPORTUNIDADES	**AMENAZAS**

* Diversificación de las líneas de negocio, mediante la incursión en el mercado inmobiliario y la fabricación de telas con diferentes composiciones * Posicionamiento de la marca con el consumidor final, con el fin de conservar viva la historia de cerca de cien años a través de los nuevos desarrollos que llevarán el nombre de Fabricato	* Tratados de libre comercio con políticas gubernamentales laxas que permiten la importación de telas a precios ostensiblemente bajos comparados con los de la industria local * Restricciones crediticias para el sector textil y de confección, fruto del desempeño de la industria en los últimos años * Informalidad, contrabando y *dumping*, modalidades difíciles de medir para contrarrestar los efectos en la industria local * El mundo globalizado y la pronta moda obliga al sector textil a buscar innovaciones permanentes y a producir telas con mayor velocidad

Fuente: elaboración propia

Análisis de los competidores

El competidor directo de Fabricato S.A. es la compañía Coltejer S. A. se dedica a la fabricación de productos textiles y de confección; en la actualidad procesa cada año 30.000 toneladas de fibra, produce 100 millones de metros cuadrados de tela. Seguido de Protela que elabora y comercializa textiles, fabrica tejidos de punto y bases no tejidas de alta calidad, en una cadena que integra procesos de diseño, tejeduría, tintura, estampación, acabados y confección. En cuanto a Textilia, produce y distribuye telas en una gran diversidad de mercados, cuenta con un proceso de producción vertical en el que están los procesos de hilatura, retorcido, tejeduría, tintorería, estampación recubrimiento y acabados de las telas. Lafayette cubre los sectores de textiles para alta costura, línea de telas

para muebles y hogares, dotaciones, deportes, automóviles e industriales, tiene operaciones en América Latina, Estados Unidos y Europa. Productora de Textiles de Tocancipá S. A. es una empresa relativamente nueva comparada con las otras del sector; fue fundada en 2001 y en sus últimos aspectos financieros destacados reportó aumento de ingresos netos de 3,28% en 2018. Por otra parte, Hilanderías Universal integra diferentes procesos de hilandería en un solo grupo; la compañía tiene por objeto social la fabricación de hiladuras de fibras textiles, en las líneas de hilos sencillos y retorcidos. Por último, Miratex es una empresa textilera productora de hilazas con fibras naturales, artificiales y sintéticas, que se utilizan, en lo primordial, como materia prima para la industria de tejido plano y de punto.

Tabla 3. Indicador de rentabilidad de activos y patrimonio del sector textil y de confecciones

Indicador	Empresa	2018	2017
Rentabilidad de activos	SECTOR	0,15%	0,17%
	COLTEJER S. A.	-3,05%	-2,59%
	FABRICATO S. A.	-3,50%	-0,71%
	PROTELA S. A.	-0,15%	-2,31%
	TEXTILIA S. A. S.	-7,32%	-6,97%
	TEXTILES LAFAYETTE S. A. S.	2,29%	2,78%
	PRODUCTORA DE TEXTILES DE TOCANCIPÁ S. A.	6,37%	2,28%
	HILANDERIAS UNIVERSAL S. A. S. UNIHILO	1,61%	-1,83%
	TEXTILES MIRATEX S. A. S.	0,46%	-3,12%
Indicador	**Empresa**	**2018**	**2017**
Rentabilidad del patrimonio	SECTOR	0,32%	0,34%
	COLTEJER S. A.	-5,64%	-4,56%
	FABRICATO S. A.	-5,92%	-1,21%
	PROTELA S. A.	-0,25%	-3,91%
	TEXTILIA S. A. S.	-180,03%	-62,55%
	TEXTILES LAFAYETTE S. A. S.	3,95%	4,27%
	PRODUCTORA DE TEXTILES DE TOCANCIPÁ S. A.	16,41%	4,26%
	HILANDERIAS UNIVERSAL S. A. S. UNIHILO	3,35%	-3,82%
	TEXTILES MIRATEX S. A. S.	1,21%	-8,23%

Fuente: elaboración propia con base en EMIS Benchmark (2019)

Estos indicadores miden la rentabilidad obtenida por las compañías respecto a los activos y el patrimonio; el ROA es la capacidad que tiene la organización para generar beneficios económicos con el total de recursos, sin distinguir fondos financiados por terceros o aporte de los dueños; por ende, refleja la eficiencia de la administración de los recursos. Para el caso del ROE, este indicador sí tiene en cuenta la deuda; se evidencia en la tabla 3 un comportamiento de las compañías muy paralelo porque la mitad de las empresas cuentan con un indicador ROA mayor al ROE, lo que indica que las compañías han obtenido financiamiento con terceros para operar, factor entendible por las condiciones que atraviesa la industria; en general, el desempeño del sector fue desfavorable en 0,02 puntos básicos porcentuales respecto al año 2017.

Tabla 4. Indicadores de crecimiento y rentabilidad del sector textil y de confecciones

Indicador	Empresa	2018	2017
Crecimiento en ventas	SECTOR	-0,27%	-7,51%
	COLTEJER S. A.	-15,01%	-29,77%
	FABRICATO S. A.	-2,27%	-12,50%
	PROTELA S. A.	10,04%	-10,88%
	TEXTILIA S. A. S.	-2,24%	-7,89%
	TEXTILES LAFAYETTE S. A. S.	8,54%	1,14%
	PRODUCTORA DE TEXTILES DE TOCANCIPÁ S. A.	3,28%	-1,33%
	HILANDERIAS UNIVERSAL S. A. S. UNIHILO	-4,38%	2,05%
	TEXTILES MIRATEX S. A. S.	-7,69%	-22,20%
Utilidad operacional/ ventas	SECTOR	4,64%	4,28%
	COLTEJER S. A.	4,77%	11,47%
	FABRICATO S. A.	-5,12%	-10,95%
	PROTELA S. A.	5,98%	-2,42%
	TEXTILIA S. A. S.	-22,72%	-21,03%
	TEXTILES LAFAYETTE S. A. S.	4,18%	4,61%
	PRODUCTORA DE TEXTILES DE TOCANCIPÁ S. A.	15,89%	5,05%

	HILANDERIAS UNIVERSAL S. A. S. UNIHILO	3,19%	0,88%
	TEXTILES MIRATEX S. A. S.	-2,87%	6,79%
Utilidad neta / ventas	SECTOR	0,22%	0,23%
	COLTEJER S. A.	-20,13%	-14,61%
	FABRICATO S. A.	-9,63%	-1,91%
	PROTELA S. A.	-0,32%	-5,53%
	TEXTILIA S. A. S.	-22,72%	-21,03%
	TEXTILES LAFAYETTE S. A. S.	2,67%	3,09%
	PRODUCTORA DE TEXTILES DE TOCANCIPÁ S. A.	10,38%	2,66%
	HILANDERIAS UNIVERSAL S. A. S. UNIHILO	2,74%	-2,89%
	TEXTILES MIRATEX S. A. S.	1,10%	-6,84%

Fuente: elaboración propia con base en EMIS Benchmark (2019)

En el año 2018 el sector tuvo un crecimiento del -0,27% respecto al resultado desfavorable del año anterior, con un -7,51%; solo tres empresas del grupo comparativo presentaron un comportamiento positivo y Protela fue S. A. líder en generación de ingresos por ventas dado que dio un giro significativo al crecimiento que venía percibiendo; para el caso de Fabricato S. A., las condiciones de venta también mejoraron, al pasar de -12,50% a -2,27%, y, a pesar de ello, no fue suficiente para obtener una rentabilidad operativa que respaldara las obligaciones financieras que tenía la compañía, lo que conllevó tener un indicador de utilidad neta/ventas poco favorable de -9,63%. Entre las compañías la que mejor resultado obtuvo fue Productora de Textiles Tocancipá S. A, que, de manera paradójica, es la más joven. Por último, se evidencia que el sector tuvo un mejor desempeño para el mencionado año.

Tabla 5. Indicadores de endeudamiento y eficiencia del sector textil y de confecciones

Indicador	Empresas	2018	2017
Endeudamiento	SECTOR	52,94%	50,47%
	COLTEJER S. A.	45,98%	43,18%
	FABRICATO S. A.	40,95%	41,07%
	PROTELA S. A.	41,30%	40,96%

	TEXTILIA S. A. S.	95,93%	88,85%
	TEXTILES LAFAYETTE S. A. S.	42,05%	34,80%
	PRODUCTORA DE TEXTILES DE TOCANCIPA S. A.	61,16%	46,52%
	HILANDERIAS UNIVERSAL S. A. S. UNIHILO	51,97%	52,23%
	TEXTILES MIRATEX S. A. S.	61,93%	62,15%

Fuente: elaboración propia base en EMIS Benchmark (2019)

En general, las compañías han recurrido al endeudamiento y los indicadores reflejan un aumento del ratio en la mayoría de ellas; la que mayor financiamiento adquirió fue Productora de Textiles de Tocancipá S. A., con un aumento de su deuda del 31%; es importante resaltar el nivel de endeudamiento que presentó la compañía Textilia S. A. S., que fue del 95,93%. En el caso de Fabricato S. A. se evidenció una leve disminución de sus obligaciones, consecuencia de la estrategia de reestructuración de la compañía.

Desempeño de la empresa y trayectoria de la gerencia

Tras superar dos grandes crisis en menos de dos décadas, una financiera, en la que se acogió a la ley de quiebras en el año 2000, y otra reputacional, por el caso de Interbolsa en 2012, Fabricato ha tenido la capacidad de sobrevivir a estos dos grandes sucesos. Hoy día se lleva a cabo el replanteamiento estratégico, que en su momento fue liderado por el presidente de dicha compañía, Óscar Iván Zuluaga, y por quien en la actualidad lo asume, el presidente Carlos Alberto de Jesús, desde el año 2013, con amplia experiencia en el sector textil.

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

Con corte el 30 de noviembre de 2019 Fabricato S. A. tenía en circulación 9.201.848.397 acciones ordinarias (BVC, 2019), de las cuales el 34,31% correspondían a principales accionistas y el 65,69% restante estaba representado por accionistas minoritarios.

Principales accionistas

Ilustración 4. Principales accionistas

	NOMBRE	DERECHOS	%
1	ALIANZA FIDUCIARIA S.A. FIDEICOMISOS/FIDEICOMISOS ADM	1,347,869,550	14.64
2	PA LIQUIDACIÓN FONDO PREMIUM	637,037,796	6.92
3	FIDUAGRARIA PARAP INTERBOLSA	489,362,876	5.32
4	MORENO BARBOSA JAIME	382,411,157	4.16
5	UNIVERSIDAD SANTO TOMÁS	300,039,341	3.26

Fuente: Fabricato S. A. (2019e)

Liquidez accionaria

En la actualidad la acción de Fabricato S. A. tiene una baja liquidez en el mercado colombiano dado que no forma parte de la canasta Colcap de la Bolsa de Valores de Colombia, que refleja las variaciones de los precios de las 20 acciones más líquidas; el precio máximo que logró alcanzar en los últimos cinco años (2014 a 2019) fue de COP19 y el mínimo fue de COP5; se destaca una notoria pérdida de valor desde el año 2017, posiblemente producto del deterioro de sus márgenes debido al mal desempeño del sector textil y a la incertidumbre que se puede generar respecto al desempeño en la incursión en el negocio inmobiliario.

Libre flotación

La condición de mercado de Fabricato S. A. es de libre flotación, su valor nominal es de COP4 y su precio se fija por la interacción entre la oferta y la demanda. En la actualidad en el mercado se está transando con un precio de base de COP5,22 y en lo corrido del año 2019 el promedio de la acción fue de COP6,05, lo que corresponde a una variación de COP0,83, lo que indica la baja bursatilidad de la acción.

Política de dividendos

Fabricato no está autorizado para entregar dividendos a sus accionistas según lo dispuesto en el acuerdo de reestructuración de la ley 550 de 1999, que se encuentra vigente hasta el año 2023 (Fabricato S. A., 2019d).

RIESGOS DE INVERSIÓN

Una demanda deficiente, el continuo ingreso de mercancías al país con precios muy bajos, el contrabando y el bajo consumo en el sector textil y de la confección conforman la pesada mezcla de diferentes riesgos que deben enfrentar y mitigar compañías como Fabricato S. A.

Riesgo de mercado: medio

Fabricato tiene grandes exposiciones externas, que impactan en el valor razonable o en los flujos futuros de la compañía debido a los cambios en los precios de mercado, como los de las materias primas, de manera específica el algodón, que, por sus características de *commodity*, en épocas recientes presenta altas volatilidades; los altos costos en las tasas de interés**,** por las restricciones crediticias que enfrenta el sector textil y de confección, y la fluctuación de las tasas de cambio, como la desvalorización de la moneda extranjera respecto al peso colombiano, que favorecen la importación de productos al país y, en sentido contrario, una divisa alta impacta con mayor costo la compra de insumos.

En el ámbito local, la compañía enfrenta una desaceleración en su crecimiento, porque en el año 2018 sus ventas decrecieron en 2,30%, lo que corresponde a $7,667 millones, los grandes retos para llevar a buen término la incursión en las inversiones inmobiliarias que viene desarrollando y las que están en trámite y, por último, la recuperación de la confianza del mercado después del escándalo en el que se vio involucrado por el caso de Interbolsa.

La compañía controla los riesgos financieros a los que está expuesta y les hace seguimiento por medio de coberturas naturales para el flujo de caja y las posiciones activas y pasivas en dólares (riesgo de tasa de interés) y busca contratar créditos en condiciones de mercado que tengan un impacto favorable en el costo de capital; también hay revisión y control permanentes de los flujos de caja totales de la empresa con el fin de buscar minimizar los efectos en los resultados operacionales por cuenta de los riesgos de mercado (Fabricato S. A., 2018a).

Riesgo tipo de cambio: medio

La exposición que tiene la compañía a este tipo de riesgo es media dado que está relacionada con el desarrollo de sus actividades operativas, en los casos en los que los ingresos y los gastos están denominados en una moneda diferente de la moneda funcional de la compañía; además, la empresa está expuesta a las fluctuaciones de las tasas de cambio relacionadas con la compra de materia prima y las ventas al exterior y con la conversión a pesos colombianos de las subsidiarias del exterior cuya moneda funcional es distinta de la nacional (Fabricato S. A., 2018a).

En la actualidad Fabricato S. A. para las tasas de cambio procura manejar una cobertura natural, lo que implica tener alguna flexibilidad (cambio de origen, nacional o exterior) en las compras y las obligaciones en moneda extranjera para conseguir la relación adecuada con el volumen de ventas que se hace al exterior (Fabricato S. A., 2018a). Lo anterior es un elemento que suma riesgo al negocio principal de la compañía, porque hoy día se puede administrar con derivados financieros.

Riesgo financiero: alto

La incertidumbre que en forma permanente enfrenta la industria textilera y de confecciones, debida a la fluctuación de la demanda del producto, el aumento de

las importaciones legales e ilegales, las obligaciones financieras que devengan intereses, las cuentas comerciales por pagar, compromisos por cumplir, ventas en decrecimiento y un alto costo de ventas conducen a Fabricato S. A. a obtener un margen bruto consolidado sumamente bajo para hacer frente al resto de sus gastos y costos financieros, lo que conlleva la compañía a obtener pérdidas por sus actividades de operación.

La unificación de plantas en una sola unidad industrial, el control del nivel de inventarios, la diversificación de sus inversiones para obtener ingresos adicionales y la operación con la capacidad instalada ajustada a la demanda representan un mejor flujo de negocios con eficiencia, menor costo operacional y administrativo y mayor nivel de competitividad.

Riesgo sindical: medio-alto

Fabricato S. A. cuenta con 2,040 empleados al cierre del año 2018, de los cuales 1.950 pertenecen a alguno de los cuatro grupos sindicales que tiene la compañía, que son: SindelHato, Sintratexco, Sintratextil y Sintrafateco. Es importante tener en cuenta que los beneficios a los empleados representan el segundo rubro más grande entre los pasivos corrientes de la compañía.

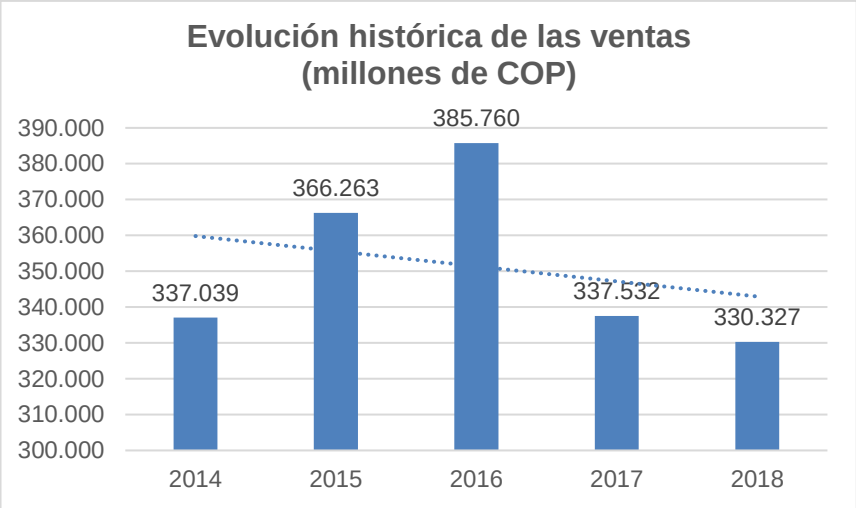
La compañía busca de manera permanente el fortalecimiento de las condiciones laborales y extralaborales mediante el pacto de acuerdos, como el programa de bienestar, que benefician al colaborador y a su familia porque ofrecen garantías laborales, incluso superiores a las que exige la legislación colombiana, lo que crea sentido de pertenencia hacia Fabricato S. A.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

1. Supuestos de operación

- Ventas estimadas

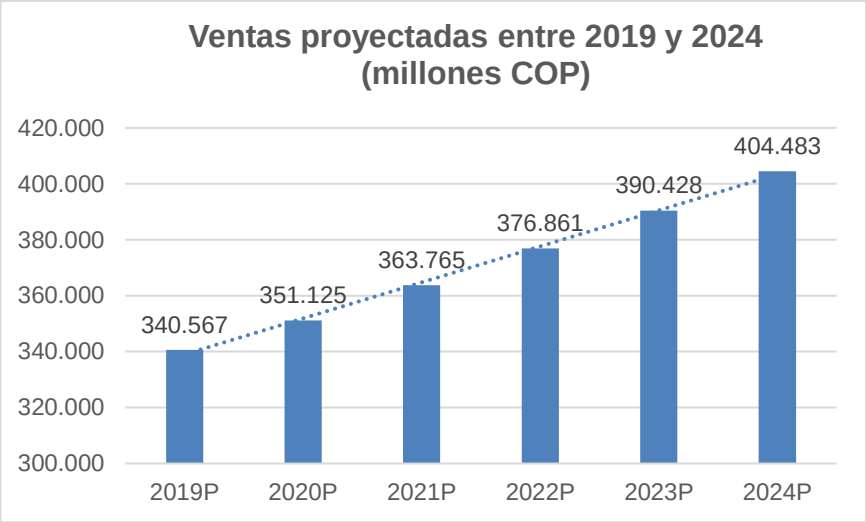
Gráfico 2. Evolución histórica de las ventas



Fuente: elaboración propia

La proyección de las ventas de los años 2019 y 2020 se estimó en un 3,1% de incremento, que es un escenario conservador dado que será un crecimiento por debajo de las estimaciones del PIB y, a su vez, por encima del comportamiento histórico que viene presentando la industria; la compañía espera una recuperación paulatina en sus negocios a partir del año 2019 a medida que se vayan agotando las existencias de los productos importados por medio de las prácticas desleales, según lo anunció el presidente de la compañía. Para los períodos de 2021 a 2023 se proyectó un crecimiento del 3,6% por la participación en segmentos con mayor valor agregado y la apertura de nuevos mercados, como Argentina y Uruguay.

Gráfico 3. Ventas proyectadas



Fuente: elaboración propia

Como antes se mencionó, Fabricato S. A. está potencializando sus recursos en el negocio inmobiliario con el fin de aprovechar diferentes propiedades; por tal motivo, en del modelo de valoración se estimaron unos ingresos provenientes de dichos proyectos, denominados en los estados financieros como "Otros ingresos procedentes de subsidiarias", que se describen a continuación.

Tabla 6. Proyecciones del negocio inmobiliario (millones de COP)

DESCRIPCIÒN	NEGOCIO INMOBILIARIO	PROYECCIÓN HASTA 5 AÑOS						EXPECTATIVA DE INGRESOS
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	
			40%			60%		
Otros ingresos procedentes de subsidiarias	Ciudad de Fabricato Bello	41.643	0	0	6.246	6.246	49.972	
	Ciudad de Fabricato Bello						62.465	
Otros ingresos procedentes de subsidiarias	Triada Ibagué	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	10.500	21.000
	Parque Industria Rionegro	6.050	6.050	6.050	6.600	6.798	7.002	7.002
Total		**49.793**	**8.150**	**8.150**	**14.946**	**15.144**	**67.474**	

Fuente: elaboración propia

Ciudad de Fabricato Bello: la textilera decidió anticipar los flujos de caja futuros derivados de los derechos económicos que tiene sobre las ventas de la primera etapa del proyecto inmobiliario denominado Centro Comercial Plaza Fabricato y

los desarrollos de vivienda Océana y Mediterránea (todos ubicados en cercanías de Medellín) para lo que resta del año 2019, así como para 2020 y hasta diciembre de 2021 (Valora Analitik, 2019).

Fuera de lo anterior, detalló que el valor de los flujos anticipados en el período mencionado ascendió a $49,407 millones y que su valor presente es $41.643 millones, que corresponderá al 40% de los flujos que se esperan en diez años (Fabricato S. A., 2019b).

Por último, se partió del supuesto de distribuir el 60% restante en los años 2022 e 2024 de la siguiente forma: en el año 2022 y 2023 se proyectó un flujo de caja por el valor anual de $6.246 millones y para el año 2024 se estimó un anticipo equivalente al flujo de caja restante, si se tiene en cuenta que dicha situación se presentó con anterioridad, con el objetivo de no afectar el valor de continuidad para el mencionado proyecto.

Triada Ibagué: con la empresa Triada en Ibagué la expectativa es de unos ingresos en diez años de $21.000 millones; por lo tanto, se prevé que se recibirá cada año la suma $2.100 millones y en el año 2024 se recibirá la totalidad de los flujos para no afectar el valor de continuidad para dicho proyecto (Fabricato S. A., 2019b).

Parque Industrial Rionegro: la previsión de ingresos anuales es de $5.500 millones y $ 6,000 millones una vez se logre el 100% de la ocupación (se prevé que se alcanzará en 2022); no incluye el tratamiento de agua y vapor, que serán valores adicionales (estimados en 10% del canon de arrendamiento: $6.050 y $6.600 millones, en su orden (Fabricato S. A., 2019b).

Los arrendamientos no se reajustan por inflación hasta estar al 100% de ocupación, o sea que habrá reajustes por inflación en 2023 y 2024. Por lo anterior, se estiman flujos de caja anuales por concepto de arrendamiento de $6.600 millones a perpetuidad porque la empresa se mantiene como arrendador, a diferencia de los demás proyectos de construcción.

- Costo de la mercancía vendida

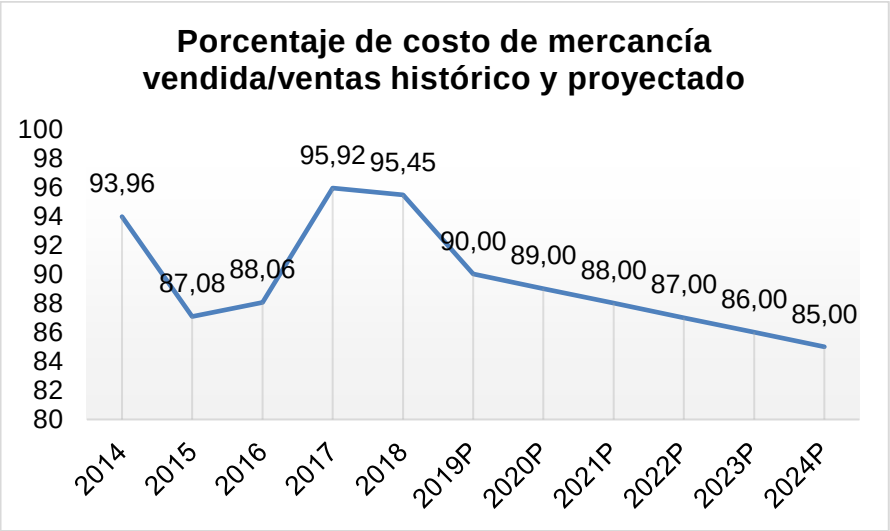
Gráfico 4. Evolución histórica del costo

Fuente: elaboración propia

El algodón es la materia prima más importante para la industria y se caracteriza por tener alta volatilidad en la bolsa de Nueva York su índice de cotización marca el precio para las negociaciones de la fibra y de las hilazas; según cifras de Conalgodón, el precio de esta materia prima ha presentado aumentos significativos respecto a años anteriores cercanos al 12%; sin embargo, se pronostica un aumento de reservas de pacas porque se superará el consumo industrial (Conalgodón, 2019). Se estima que el costo de venta representará un 90% de las ventas en el año 2019, es decir, 500 puntos básicos por debajo del año anterior y por el menor costo de la operación, como producto de la consolidación de las plantas. Para los siguientes años se proyecta una disminución de 100 puntos básicos para que en un lapso de cinco años se vaya mejorando en un 10% sobre las ventas. Fabricato tiene todas las condiciones para lograr el éxito, gracias al alto estado de actualización tecnológica que ya tiene, a pesar de que el margen bruto del 20% es el estándar de la industria (Superintendencia de Sociedades, 2017) y las valoradoras quieren ser un poco precavidas con los inversionistas porque no se tiene confianza plena en la capacidad de ejecución de la actual administración. En las teleconferencias del año 2019 en vez de encontrar justificaciones técnicas de los resultados los

valoradores encontraron solo disculpas del incumplimiento. Se reitera que la mejora del 10% en cinco años sí es factible.

Gráfico 5. Porcentaje del costo de mercancía vendida/ventas

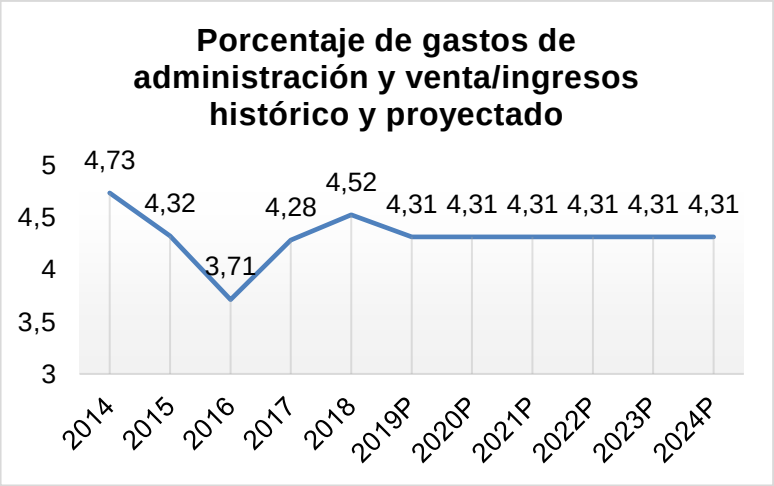


Fuente: elaboración propia

- Gastos de administración y venta

Este rubro tuvo un comportamiento histórico que osciló entre el 3,71% y el 4,73% sobre las ventas y está compuesto por gastos como: publicidad, propaganda y promoción, comisiones, ferias y eventos y gastos de *software* y *hardware*; por lo anterior, se espera una participación sobre los ingresos del 4,31% para los próximos cinco años, porque este ítem es un promedio de la información histórica de la compañía.

Gráfico 6. Porcentaje de gastos de administración y venta/ingresos histórico y proyectado



Fuente: elaboración propia

2. Supuestos de inversión

- CAPEX y activos fijos

La deuda contraída por el CAPEX que se requirió para la reestructuración de la compañía se concluyó a finales del año 2017; Fabricato S. A. inició 2018 con una condición de activos fijos planeada, sin necesidad de nuevos y grandes movimientos en ninguna de sus áreas y sin requerir inversiones relevantes en máquinas y equipos, por lo que la razón deuda financiera sobre activos tuvo un comportamiento equilibrado; esta relación se considera baja y adecuada para una empresa industrial y modernizada y, por ende, para los próximos años la organización proyecta una inversión en CAPEX del 3,00% sobre la facturación puesto que ya se efectuó dicha modernización y el 3,00% es el necesidad por actualización natural. Fabricato estipuló un rubro que oscila entre el 2,00% y el 3,00% y se optó por el mayor porcentaje para no ser conservadores en el gasto (Fabricato S. A., 2019c).

3. Capital de trabajo

Durante el primer trimestre del año 2019 Fabricato S. A. tuvo la mayor venta de inventarios de productos descontinuados y de distinta calidad con el objetivo de implementar la estrategia de producir lo que se vende y de optimizar los

inventarios intermedios al máximo si se tienen en cuenta los ciclos operativos a los que se ve expuesta la industria. La organización mantiene en promedio el 27,00% de inventario respecto a lo que vende, con una rotación de 95 días para el año 2018, y, en consecuencia, se estima una rotación de 93 días para los próximos cinco años.

En los últimos tres años la compañía presentó un comportamiento de las cuentas por cobrar entre 100 y 128 días; los dos ítems más representativos en este rubro fueron los ingresos por cobrar, que representan las ventas de derechos fiduciarios y clientes nacionales y extranjeros; de acuerdo con lo anterior, se espera que la cartera tenga un comportamiento intermedio de 115 días de rotación por la eficiencia en la gestión administrativa que se viene desarrollando. Por último, para el rubro de cuentas por pagar la compañía realizaba pagos entre 42 y 68 días, que son relativamente cortos comparados con el número de días de recaudo; según el reporte del segundo trimestre del año 2019, se evidenció un mayor apalancamiento con los terceros, dado que la composición por edades del saldo de los proveedores nacionales y extranjeros, principales rubros, ha aumentado hasta 180 días, con lo que se llegó al punto de incumplir ciertas condiciones financieras (*covenants*); por ende, la compañía está acordando nuevos plazos para las cuentas por pagar. Se pronostica una rotación de 90 días para los próximos cinco años.

Tabla 7. Capital de trabajo en miles de millones de COP

	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	66.368	94.692	107.295	120.190	102.920	108.792	112.165	116.203	120.386	124.720	130.333
Inventarios	84.221	92.928	117.517	90.932	83.453	79.182	80.729	82.696	84.699	86.740	89.773
Activos por impuestos	7.248	10.265	10.004	6.590	3.250	3.250	3.250	3.250	3.250	3.250	3.250

Otros activos financieros	9	670	210	4	464	464	464	464	464	464	464
Otros activos no financieros	1.187	1.046	1.434	1.308	903	903	903	903	903	903	903
Activos clasificados como mantenidos para la venta	638	23	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Beneficios a los empleados	23.701	27.331	25.522	28.710	33.466	27.073	28.090	29.101	30.149	31.234	32.359
Pasivos estimados	595	1.682	1.358	4.850	300	1.713	1.767	1.830	1.896	1.964	2.035
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	53.596	43.239	43.292	41.339	58.688	75.560	78.512	80.520	82.468	84.452	87.674
Pasivos por impuestos	6.239	7.050	5.644	3.950	6.542	6.218	6.319	6.412	6.523	6.640	6.783
KTNO	**75.540**	**120.322**	**160.644**	**140.175**	**91.994**	**82.027**	**82.823**	**85.652**	**88.666**	**91.787**	**95.872**

Fuente: elaboración propia

4. Hipótesis financieras

- Estructura financiera. Razón D/E

El WACC se calculó con base en los lineamientos del modelo CAPM, a partir del beta de la compañía Fabricato S. A. presentada por Bloomberg (2019) y la tasa libre de riesgo de los bonos del Tesoro de Estados Unidos y con posterioridad se halló su valor equivalente en pesos colombianos; en lo anterior se tuvo en cuenta que la compañía, con corte en el primer trimestre del año 2019, tenía una condición de activos planeada sin necesidad de nuevas inversiones y por ello una razón de deuda financiera con un comportamiento equilibrado.

Tabla 8. Estructura de capital

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
D/D+E	60,98%	62,68%	63,10%	61,95%	59,78%	39,65%
E/D+E	39,02%	37,32%	36,90%	38,08%	40,22%	60,35%
Ke en COP	10,93%	10,39%	10,44%	10,27%	10,18%	10,18%
Kd en COP	11,36%	11,69%	12,07%	11,75%	12,65%	12,65%
WACC	8,91%	8,86%	9,11%	9,01%	9,39%	9,65%

Fuente: elaboración propia

5. Impuestos

La ley 1943 de 2018 estableció una disminución gradual en la tarifa del impuesto sobre la renta, que será del 33% para el año gravable 2019, del 32% para 2020, del 31% para 2021 y del 30% para 2022 y los períodos siguientes. (Fabricato S. A., 2019a).

No se realizó ninguna proyección de los impuestos diferidos débito o crédito en razón de que para su cálculo se necesita información interna a la cual las valoradoras no tienen acceso. Específicamente se requería de la contabilidad fiscal para encontrar la diferencia con las NIIF y proceder al cálculo del impuesto diferido.

De otro lado, así se pudiera calcular desde el punto de vista de valoración no sería conveniente incorporarlo en ese proceso, basados en los estudios que ha hecho el especialista contable y tributario Jua Fernando Mejía en la revista actualícese.com. Dicha entidad dice en su boletín de enero 16 de 2020 "…es correcto afirmar que la valoración de activos puede generar un pasivo por impuesto diferido, debido a que esta estimación termina por inflar las utilidades contables". (Mejía, 2019).

FUENTES DE INFORMACIÓN CONFIABLES

Bloomberg (2019, 23 de octubre). *Fabricato S. A.* Nueva York, NY: Bloomberg. Recuperado de https://www.bloomberg.com/quote/FABRI:CB

Bolsa de Valores de Colombia, BVC (2019, 13 de noviembre). *Mercado de renta variable*. Bogotá: BVC. Recuperado el 13 de noviembre de 2019, de https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/enlinea/acciones

Confederación Colombiana del Algodón, Conalgodón (2019, 15 de julio). *Estadísticas*. Bogotá: Conalgodón. Recuperado el 27 de agosto de 2019 de http://conalgodon.com/estadisticas/#sc-tabs-1564163505349

EMIS Benchmark (2019, 10 de julio). *EMIS Benchmark*. EMIS Benchmark. Recuperado de https://www.emis.com/Benchmark/benchmark.php?sv=BCK&pc=CO

Fabricato S. A. (2018a). *Informe de gestión 2018*. Bello: Fabricato S. A. Recuperado el 7 de julio de 2019 de https://www.fabricato.com/es/inversionistas/informacion-financiera

Fabricato S. A. (2019a). *Estados financieros consolidados del período intermedio junio 2019*. Bello: Fabricato S. A. Recuperado el 03 de 08 de 2019, de https://www.fabricato.com/es/inversionistas/informacion-financiera

Fabricato S. A. (2019b, 16 de octubre). *Información relevante 2Q 2019*. Bello: Fabricato S. A. Recuperado de

https://www.fabricato.com/es/noticias/316-informaci%C3%B3n-relevante-notas-a-estados-financieros-4

Fabricato S. A. (2019c, junio). *Informe trimestral: segundo trimestre de 2019*. *Transcripción conference call 2Q 2019*. Bello: Fabricato S. A. Recuperado de https://www.fabricato.com/es/inversionistas/informacion-financiera

Fabricato S. A. (2019d, 17 de octubre). *Preguntas frecuentes*. Bello: Fabricato S. A. Recuperado de https://www.fabricato.com/es/inversionistas/soy-accionista

Fabricato S. A. (2019e, 17 de octubre). *Soy accionista*. Bello: Fabricato S. A. Recuperado de https://www.fabricato.com/es/inversionistas/soy-accionista

Fernández, A. (2019, 10 de mayo). Nuevos aranceles a textiles en Colombia afectan a los más pobres. *Panam Post.* Recuperado el 6 de noviembre de 2019 de https://es.panampost.com/felipe-fernandez/2019/05/10/aranceles-textiles-colombia/

Grupo Bancolombia (2019, 23 de abril). *Proyecciones económicas de mediano plazo*. Medellín: Grupo Bancolombia. Recuperado el 22 de enero de 2020 de https://www.grupobancolombia.com/wps/portal/empresas/capital-inteligente/investigaciones-economicas/publicaciones/tablas-macroeconomicos-proyectados

Inexmoda (2018). *Informe del sector noviembre 2018*. Medellín: Inexmoda. Recuperado el 4 de julio de 2019 de http://www.saladeprensainexmoda.com/informe-textil-y-confeccion-noviembre-2018/

Inexmoda (2019). *Informe del sector mayo 2019*. Medellín: Inexmoda. Recuperado el 4 de julio de 2019 de http://www.saladeprensainexmoda.com/informe-especial-textil-y-confeccion-mayo-2019/

Mejía, J. F. (2019, 26 de diciembre). Pasivo por impuesto diferido en la valoración activos. *Actualícese.com.* Recuperado el 22 de enero de 2020 de https://actualicese.com/consultorio-de-estandares-internacionales-y-sus-efectos-tributarios-diciembre-26-de-2019/

Mercado, D. A. (2019, 22 de enero). Exportaciones y contrabando, los retos del sector textil confección. *El Tiempo*. Recuperado el 6 de noviembre de 2019 de https://www.eltiempo.com/colombia/medellin/exportaciones-y-contrabando-los-retos-del-sector-textil-confeccion-317782

Sectorial® (2018). *Conocimiento sectorial textil y confecciones*. Medellín: Sectorial®. Recuperado el 4 de julio de 2019 https://biblioteca-sectorial-co.ezproxy.eafit.edu.co/index.php/component/k2/item/124-textil

Superintendencia de Sociedades (2017). *Desempeño del sector textil confección*. Bogotá: Superintendencia de Sociedades. Recuperado de https://www.supersociedades.gov.co/delegatura_aec/estudios_financieros/Lists/sectores_economicos/DispForm.aspx?ID=24&Source=https%3A%2F%2Fwww%2Esupersociedades%2Egov%2Eco%2Fdelegatura%5Faec%2Festudios%5Ffinancieros%2Flists%2Fsectores%5Feconomicos%2Fallitems%2Easpx&ContentTypeId=0x0100CF6DB5D4ED3D6E499A2B425F9E6714AF

Valora Analitik (2019, 1 de agosto). *Fabricato anticipa flujos de caja futuros por más de $40 mil millones para invertir y ampliar producción*. Medellín: Valora Analytik. Recuperado de https://www.valoraanalitik.com/2019/08/01/fabricato-anticipa-flujos-de-

caja-futuros-por-mas-de-40-mil-millones-para-invertir-y-ampliar-produccion/

BALANCE HISTÓRICO. Millones de COP

	Año	2014	2015	2016	2017	2018
ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA	**Notas**					
ACTIVOS CORRIENTES						
Efectivo y equivalentes de efectivo	5	9.577	25.382	11.823	8.648	2.411
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	6	66.368	94.692	107.295	120.190	102.920
Inventarios	7	84.221	92.928	117.517	90.932	83.453
Activos por impuestos	8	7.248	10.265	10.004	6.590	3.250
Otros activos financieros	11	9	670	210	4	464
Otros activos no financieros		1.187	1.046	1.434	1.308	903
Activos clasificados como mantenidos para la venta		638	23	0	0	0
Activos corrientes totales		**169.248**	**225.006**	**248.283**	**227.672**	**193.401**
ACTIVOS NO CORRIENTES						
Propiedades, planta y equipos	9	461.615	461.791	483.384	471.988	429.953
Propiedad de inversión	9	146.987	146.219	146.175	21.441	99.995
Activos intangibles		65	165	163	209	218
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	6	4.411	2.627	2.146	138.594	140.346
Activos por impuestos diferidos	10	58.472	55.203	75.556	51.331	56.016
Otros activos financieros	11	3.460	3.460	2.514	2.439	2.428
Total de activos no corrientes		**675.010**	**669.465**	**709.938**	**686.002**	**728.956**
TOTAL DE ACTIVOS		**844.258**	**894.471**	**958.221**	**913.674**	**922.357**
PATRIMONIO Y PASIVOS						
PASIVOS CORRIENTES						
Pasivos financieros	12	23.840	23.844	58.446	74.394	75.543
Beneficios a los empleados	13	23.701	27.331	25.522	28.710	33.466
Pasivos estimados	14	595	1.682	1.358	4.850	300
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	15	53.596	43.239	43.292	41.339	58.688
Pasivos por impuestos	16	6.239	7.050	5.644	3.950	6.542
Pasivos corrientes totales		**107.971**	**103.146**	**134.262**	**153.243**	**174.539**

PASIVOS NO CORRIENTES						
Pasivos financieros	12	3.009	442	25.735	32.023	31.433
Beneficios a los empleados	13	114.576	104.545	116.785	120.882	99.516
Pasivos estimados	14	5.397	6.077	4.687	5.038	4.762
Cuentas comerciales por pagar y otras cuentas por pagar	15	8.930	9.734	9.293	6.751	4.208
Pasivo por impuestos diferidos	10	81.510	76.329	85.480	65.883	72.702
Total de pasivos no corrientes		**213.422**	**197.127**	**241.980**	**230.577**	**212.621**
TOTAL DE PASIVOS		**321.393**	**300.273**	**376.242**	**383.820**	**387.160**
PATRIMONIO						
Capital emitido	17	36.807	36.807	36.807	36.807	36.807
Prima de emisión	17	207.194	207.194	207.194	207.194	207.194
Resultado del ejercicio		-41.374	33.474	762	-6.997	-31.855
Ganancias acumuladas	17	223.410	183.584	288.371	287.414	271.258
Otros resultados integrales		-1.068	-2.164	-14.038	-20.233	16.349
Reservas	17	97.896	97.896	25.669	25.669	35.444
Participaciones no controladoras		0	37.407	37.214	0	0
Patrimonio total		**522.865**	**594.198**	**581.979**	**529.854**	**535.197**
TOTAL DE PATRIMONIO Y PASIVOS		**844.258**	**894.471**	**958.221**	**913.674**	**922.357**

BALANCE PROYECTADO. Millones de COP

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA PROYECTADO	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
ACTIVOS CORRIENTES						
Exceso de tesorería	0	0	0	0	0	0
Efectivo y equivalentes de efectivo	10.986	11.596	9.374	9.344	9.616	11.364
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	108.792	112.165	116.203	120.386	124.720	130.333
Inventarios	79.182	80.729	82.696	84.699	86.740	89.773
Activos por impuestos	3.250	3.250	3.250	3.250	3.250	3.250
Otros activos financieros	464	464	464	464	464	464
Otros activos no financieros	903	903	903	903	903	903
Activos clasificados como mantenidos para la venta	0	0	0	0	0	0
Activos corrientes totales	**203.577**	**209.107**	**212.890**	**219.047**	**225.693**	**236.087**
ACTIVOS NO CORRIENTES						
Propiedades, planta y equipos	453.543	464.077	474.990	486.296	498.008	510.143
Propiedad de inversión	112.228	112.228	112.228	112.228	112.228	112.228
Depreciación acumulada	-14.091	-14.528	-14.964	-15.412	-15.875	-16.351
Activos intangibles	218	218	218	218	218	218
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	140.346	140.346	140.346	140.346	140.346	140.346
Activos por impuestos diferidos	56.016	56.016	56.016	56.016	56.016	56.016
Otros activos financieros	2.428	2.428	2.428	2.428	2.428	2.428
Total de activos no corrientes	**750.688**	**760.785**	**771.263**	**782.119**	**793.370**	**805.028**
TOTAL DE ACTIVOS	**954.265**	**969.893**	**984.153**	**1.001.166**	**1.019.063**	**1.041.115**
PASIVOS						
PASIVOS CORRIENTES						
Pasivos requeridos	50.967	58.149	80.708	81.767	90.713	43.310
Pasivos financieros	8.370	8.303	3.563	2.597	0	0
Beneficios a los empleados	27.073	28.090	29.101	30.149	31.234	32.359
Pasivos estimados	1.713	1.767	1.830	1.896	1.964	2.035
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	75.560	78.512	80.520	82.468	84.452	87.674
Pasivos por impuestos	6.218	6.319	6.412	6.523	6.640	6.783
Pasivos corrientes totales	**169.901**	**181.140**	**202.134**	**205.400**	**215.003**	**172.162**

BALANCE PROYECTADO. Millones de COP

PASIVOS NO CORRIENTES						
Pasivos financieros	31.433	31.378	16.051	13.120	0	0
Beneficios a los empleados	108.132	111.484	115.497	119.655	123.963	128.425
Pasivos estimados	5.047	5.203	5.391	5.585	5.786	5.994
Cuentas comerciales por pagar y otras cuentas por pagar	4.208	4.208	4.208	4.208	4.208	4.208
Pasivo por impuestos diferidos	72.702	72.702	72.702	72.702	72.702	72.702
Total de pasivos no corrientes	**221.522**	**224.975**	**213.849**	**215.270**	**206.659**	**211.330**
TOTAL DE PASIVOS	**391.422**	**406.116**	**415.983**	**420.670**	**421.662**	**383.491**
PATRIMONIO						
Capital emitido						
Otras cuentas patrimoniales						
Dividendos						
Resultado del ejercicio						
Patrimonio total	**562.843**	**563.777**	**568.169**	**580.496**	**597.401**	**657.624**
TOTAL DE PATRIMONIO Y PASIVOS	**954.265**	**969.893**	**984.153**	**1.001.166**	**1.019.063**	**1.041.115**

ESTADO DE INGRESOS HISTÓRICO. Millones de COP

	Año	2014	2015	2016	2017	2018
ESTADO DE RESULTADOS HISTÓRICO	**Notas**					
Ingresos de actividades ordinarias	18	337.039	366.263	385.760	337.532	330.327
Costo de ventas	19	-316.665	-318.947	-339.697	-323.754	-315.308
UTILIDAD BRUTA		**20.374**	**47.316**	**46.063**	**13.778**	**15.019**
Otros ingresos	23	17.634	18.682	15.769	10.357	17.479
Gastos de distribución	20	-3.476	-2.286	-3.380	-3.007	-2.638
Gastos de administración y venta	20	-15.944	-15.817	-14.317	-14.443	-14.934
Gastos por beneficios a los empleados	21	-19.716	-17.002	-18.941	-14.572	-14.580
Pérdida por deterioro de valor	22	-5.376	-1.673	13.557	-1.010	-1.139
Otros gastos	23	-14.042	-12.274	-21.048	-37.751	-15.345
GANANCIA (PÉRDIDA) POR ACTIVIDADES DE OPERACIÓN		**-20.546**	**16.946**	**17.703**	**-46.648**	**-16.138**
Ganancias (pérdida) derivadas de la posición monetaria neta	25	-160	244	636	-528	516
Ingresos financieros	24	1.537	1.205	1.207	837	289
Costos financieros	24	-18.550	-15.561	-20.648	-24.631	-24.372
Otros ingresos procedentes de subsidiarias		0	32.593	0	74.781	0
Valor razonable de activos financieros		0	0	0	0	3.884
GANANCIA (PÉRDIDA) ANTES DE IMPUESTOS		**-37.719**	**35.427**	**-1.102**	**3.811**	**-35.821**
Ingreso (gasto) por impuestos	10	-3.655	-1.953	1.864	-10.808	3.966
GANANCIA (PÉRDIDA) PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS		**-41.374**	**33.474**	**762**	**-6.997**	**-31.855**
GANANCIA (PÉRDIDA) NETA DEL PERÍODO		**-41.374**	**33.474**	**762**	**-6.997**	**-31.855**

ESTADO DE INGRESOS PROYECTADO. Millones de COP

ESTADO DE RESULATADOS PROYECTADO	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Ingresos de actividades ordinarias	340.567	351.125	363.765	376.861	390.428	404.483
Costo de ventas	306.510	312.501	320.113	327.869	335.768	343.811
UTILIDAD BRUTA	**34.057**	**38.624**	**43.652**	**48.992**	**54.660**	**60.672**
Otros ingresos	-16.683	-15.923	-15.197	-14.505	-13.844	-13.213
Gastos de distribución	2.875	2.964	3.071	3.182	3.296	3.415
Gastos de administración y venta	14.686	15.141	15.686	16.251	16.836	17.442
Gastos por beneficios a los empleados	13.623	14.045	14.551	15.074	15.617	16.179
Pérdida por deterioro de valor	1.204	1.241	1.286	1.332	1.380	1.442
Otros gastos	13.000	13.000	13.000	13.000	13.000	13.000
GANANCIA (PÉRDIDA) POR ACTIVIDADES DE OPERACIÓN	**5.352**	**8.155**	**11.255**	**14.658**	**18.375**	**22.407**
Ganancias (pérdida) derivadas de la posición monetaria neta	0	0	0	0	0	0
Ingresos financieros	-976	-1.007	-1.043	-1.080	-1.119	-1.160
Costos financieros	9.068	9.040	4.469	3.581	0	0
Gasto de interés (ingresos) sobre pasivos financieros requeridos	5.791	6.898	9.614	9.495	10.488	5.007
Otros ingresos procedentes de subsidiarias	-49.793	-8.150	-8.150	-14.946	-15.144	-67.474
Valor razonable de activos financieros	0	0	0	0	0	0
GANANCIA (PÉRDIDA) ANTES DE IMPUESTOS	**41.262**	**1.373**	**6.366**	**17.609**	**24.150**	**86.033**
Ingreso (gasto) por impuestos	-13.617	-440	-1.973	-5.283	-7.245	-25.810
GANANCIA (PÉRDIDA) PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS	**27.646**	**934**	**4.392**	**12.326**	**16.905**	**60.223**
GANANCIA (PÉRDIDA) NETA DEL PERÍODO	**27.646**	**934**	**4.392**	**12.326**	**16.905**	**60.223**

FLUJO DE CAJA HISTÓRICO. Millones de COP

FLUJO DE EFECTIVO	2014	2015	2016	2017	2018
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN					
CLASES DE COBROS POR ACTIVIDADES DE OPERACIÓN					
Cobros procedentes de las ventas de bienes y servicios	384.636	351.217	420.169	386.423	368.574
Cobros procedentes de regalías, cuotas, comisiones y otros	58.269	4.958	2.961	1.971	8.618
Cobros procedentes de primas, prestaciones, anualidades y otros	67	1.218	317	82	160
Cobros por rentas y ventas posteriores de activos para arrendar	155	939	1.252	2.091	3.829
Otros cobros por actividades de operación	413	14.739	9.567	2.064	3.378
CLASES DE PAGOS POR ACTIVIDADES DE OPERACIÓN					
Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios	-305.834	-282.683	-352.612	-269.721	-265.222
Pagos y a por cuenta de los empleados	-92.721	-85.379	-93.376	-99.180	-92.431
Pagos por primas y prestaciones, anualidades y otras	-1.729	-1.390	-1.835	-1.996	-1.917
Otros pagos por actividades de operación	0	-16.400	-7.592	-10.791	-3.276
Flujo de efectivo neto procedentes de operaciones	0	-12.781	-21.149	10.943	21.713
Pago de impuestos, gravámenes y tasas	-9.377	-21.329	-15.716	-15.738	-11.349
Flujo de efectivo neto (utilizados en) procedentes operaciones	**33.879**	**-12.781**	**-21.149**	**0**	**0**
Intereses pagados	-779	-374	0	0	0
Impuestos a las ganancias pagados	-13	0	0	0	0
Pago de impuestos, gravámenes y tasas	-13.259	-21.329	-15.716	0	0
Flujo de efectivo neto (utilizados en) actividades de operación	**19.828**	**-34.484**	**-36.865**	**-4.795**	**10.364**
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN					
Recursos por cambios en las participaciones en las propiedades	0	68.250	0	0	0
Compras de propiedades, plantas y equipos	-5.739	-3.035	-11.140	-456	-1.422
Pagos derivados de contratos de futuro, a término y otros	0	-395	0	0	0
Dividendos recibidos	270	375	175	206	218
Otras entradas de efectivo	180	0	0	0	0
Flujo de efectivo netos utilizados en actividades de inversión	**-5.289**	**65.198**	**-10.965**	**-250**	**-1.204**
ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN					
Importes procedentes de préstamos	26.335	8.411	64.762	96.587	81.616
Reembolsos de préstamos	-43.468	-21.685	-24.409	-86.622	-95.168

FLUJO DE CAJA HISTÓRICO. Millones de COP

Intereses pagados	0	-1.916	-6.262	-8.078	-1.817
Otras salidas de efectivo	-97	0	0	0	0
Flujo de efectivo netos (utilizados en) de actividades de financiación	**-17.230**	**-15.190**	**34.091**	**1.887**	**-15.369**
Disminución neta de efectivo sin efecto de tasa de cambio	-2.691	15.524	-13.739	-3.158	-6.209
EFECTOS DE LA VARIACIÓN EN LA TASA DE CAMBIO SOBRE EL EFECTIVO Y EQUIVALENTE AL EFECTIVO					
Efectos de la variación en la tasa de cambio sobre el efectivo	130	281	180	-17	-28
Disminución neta de efectivo y equivalentes al efectivo	**-2.561**	**15.805**	**-13.559**	**-3.175**	**-6.237**
Efectivo y equivalentes al efectivo al principio del año	**12.138**	**9.577**	**25.382**	**11.823**	**8.648**
Efectivo y equivalentes al efectivo al final del año	**9.577**	**25.382**	**11.823**	**8.648**	**2.411**

FLUJO DE CAJA PROYECTADO. Millones de COP

FLUJO DE CAJA LIBRE PROYECTADO (expresado en millones de pesos colombianos)						
	2019P ESTIMADO	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
(Aumento o disminución) efectivo y equivalentes de efectivo y exceso de tesorería	8.575	610	-2.222	-30	272	1.748
Ingresos de actividades ordinarias	340.567	351.125	363.765	376.861	390.428	404.483
Costo de ventas	-306.510	-312.501	-320.113	-327.869	-335.768	- 343.811
UTILIDAD BRUTA	**34.057**	**38.624**	**43.652**	**48.992**	**54.660**	**60.672**
Otros ingresos	16.683	15.923	15.197	14.505	13.844	13.213
Gastos de distribución	-2.875	-2.964	-3.071	-3.182	-3.296	-3.415
Gastos de administración y venta	-14.686	-15.141	-15.686	-16.251	-16.836	-17.442
Gastos por beneficios a los empleados	-13.623	-14.045	-14.551	-15.074	-15.617	-16.179
Pérdida por deterioro de valor	-1.204	-1.241	-1.286	-1.332	-1.380	-1.442
Otros gastos	-13.000	-13.000	-13.000	-13.000	-13.000	-13.000
GANANCIA (PÉRDIDA) POR ACTIVIDADES DE OPERACIÓN	**5.352**	**8.155**	**11.255**	**14.658**	**18.375**	**22.407**
Impuesto de renta operativo	1.766	2.610	3.489	4.397	5.512	6.722
GANANCIA (PÉRDIDA) POR ACTIVIDADES DE OPERACIÓN (UNODI)	**3.586**	**5.545**	**7.766**	**10.260**	**12.862**	**15.685**
Depreciación acumulada	464	452	474	465	465	479
FLUJO DE CAJA OPERATIVO BRUTO DISPONIBLE PARA INVERSIONES OPERATIVAS	**4.050**	**5.997**	**8.240**	**10.725**	**13.328**	**16.164**
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar de corto plazo	-5.872	-3.373	-4.038	-4.183	-4.334	-5.613
Inventarios	4.271	-1.548	-1.967	-2.003	-2.041	-3.033
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar de corto plazo	16.872	2.952	2.008	1.948	1.984	3.222
Beneficios a los empleados de corto plazo	-6.393	1.017	1.011	1.048	1.085	1.124
Pasivos estimados de corto plazo	1.413	53	64	66	68	71
Pasivos por impuestos de corto plazo	-324	102	93	111	117	144
CAPITAL DE TRABAJO NETO OPERATIVO (KTNO)	**9.967**	**-796**	**-2.829**	**-3.014**	**-3.120**	**-4.085**
FLUJO DE CAJA OPERATIVO DISPONIBLE PARA INVERSIONES EN ACTIVOS FIJOS Y OTROS OPERATIVOS	**14.017**	**5.201**	**5.411**	**7.711**	**10.207**	**12.079**

FLUJO DE CAJA PROYECTADO. Millones de COP

Propiedades, planta y equipos	-10.217	-10.534	-10.913	-11.306	-11.713	-12.134
Propiedad de inversión	-11.952	0	0	0	0	0
Beneficios a los empleados de largo plazo	8.616	3.352	4.013	4.158	4.308	4.463
Pasivos estimados de largo plazo	285	156	187	194	201	208
CAPITAL INVERTIDO EN ACTIVOS FIJOS Y OTROS OPERATIVOS	**-13.269**	**-7.025**	**-6.712**	**-6.954**	**-7.204**	**-7.464**
CAPITAL INVERTIDO OPERATIVO	**-3.302**	**-7.821**	**-9.541**	**-9.968**	**-10.324**	**-11.549**
FLUJO DE CAJA LIBRE OPERATIVO	**748**	**-1.824**	**-1.302**	**757**	**3.003**	**4.616**
Ingresos financieros	654	684	720	756	783	812
Otros ingresos procedentes de subsidiarias	33.361	5.542	5.624	10.463	10.601	47.231
FLUJO DE CAJA NO OPERATIVO BRUTO DISPONIBLE PARA INVERSIONES NO OPERATIVAS	**34.015**	**6.226**	**6.343**	**11.219**	**11.385**	**48.043**
FLUJO DE CAJA LIBRE NO OPERATIVO (FCL-NO)	**34.015**	**6.226**	**6.343**	**11.219**	**11.385**	**48.043**
FLUJO DE CAJA LIBRE DE LA EMPRESA (FCFF)	**34.764**	**4.402**	**5.041**	**11.976**	**14.388**	**52.659**
Costos financieros	-6.076	-6.147	-3.083	-2.507	0	0
Gasto de interés (ingreso) sobre pasivos financieros requeridos	-3.878	-4.614	-6.716	-6.725	-8.100	-3.940
Pasivos financieros de corto plazo	-67.173	-67	-4.740	-966	-2.597	0
Pasivos requeridos	50.937	7.091	22.603	1.123	9.701	-46.971
Pasivos financieros de largo plazo	0	-55	-15.327	-2.931	- 13.120	0
FLUJO DE CAJA DE LA DEUDA	**-26.189**	**-3.792**	**-7.263**	**-12.006**	**-14.116**	**-50.911**
FLUJO DE CAJA DISPONIBLE PARA LOS ACCIONISTAS	**8.575**	**610**	**-2.222**	**-30**	**272**	**1.748**
AUMENTO (DISMINUCIÓN) EN CAJA	**8.575**	**610**	**-2.222**	**-30**	**272**	**1.748**

FLUJO DE CAJA PROYECTADO. Millones de COP

VALORACIÓN POR FLUJO DE CAJA DESCONTADO		2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
WACC		**8,86%**	**9,11%**	**9,01%**	**9,39%**	**9,65%**
g						**2,33%**
Flujo de caja libre operativo (FCLO)		-1.824	-1.302	757	3.003	4.616
Valor de continuidad del FCLO						64.455
Valor presente	44.409	50.168	56.040	60.329	62.990	69.070
VPN operacional	**44.409**	**48.344**	**54.738**	**61.086**	**65.993**	**69.070**
Flujo de caja libre no operativo (FCL-NOP)		6.226	6.343	11.219	11.385	48.043
Valor de continuidad del FCL-NOP						97.777
Valor presente	121.659	126.212	131.367	131.978	123.983	145.821
VPN no operacional	**121.659**	**132.439**	**137.710**	**143.197**	**144.368**	**145.821**
Valor operacional	**44.409**	**48.344**	**54.738**	**61.086**	**65.993**	**69.070**
Valor no operacional	**121.659**	**132.439**	**137.710**	**143.197**	**144.368**	**145.821**
VALOR DE LA EMPRESA	**166.067**	**180.783**	**192.449**	**204.284**	**210.361**	**214.891**
Efectivo y equivalentes de efectivo	10.986	11.596	9.374	9.344	9.616	11.364
Deuda financiera	90.740	97.709	100.246	97.472	91.455	44.484
VALOR DEL PATRIMONIO	**86.313**	**94.669**	**101.577**	**116.156**	**128.521**	**181.771**
Número de acciones en circulación	**9.201.848.397**	**9.201.848.397**	**9.201.848.397**	**9.201.848.397**	**9.201.848.397**	**9.201.848.397**
Valor operacional de la acción	**2,51**	**2,75**	**3,14**	**3,77**	**4,38**	**6,35**
Valor no operacional de la acción	**6,87**	**7,54**	**7,90**	**8,85**	**9,59**	**13,40**
Valor de la acción	**9,38**	**10,29**	**11,04**	**12,62**	**13,97**	**19,75**

ADVERTENCIA

Los Reportes Burkenroad de la Universidad EAFIT, de Medellín, Colombia, son análisis financieros de empresas cuyas acciones se cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia. Los informes son elaborados por alumnos de posgrado de la Escuela de Economía y Finanzas, bajo la supervisión de profesores de las áreas de Finanzas, Economía y Contabilidad de las Escuelas de Economía y Finanzas y de Administración de la mencionada universidad.

El Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), el Instituto de Estudios Superiores de Administración de Venezuela (IESA), la Universidad de los Andes, de Bogotá, Colombia, la Universidad ICESI, de Cali, Colombia, la Escuela de Postgrado de Administración de Empresas de Ecuador (ESPAE), de Guayaquil, Ecuador, y la Universidad Francisco Marroquín, de Guatemala, junto con la A. B. Freeman School of Business de Tulane University, de New Orleans, Louisiana, Estados Unidos, realizan también el Proyecto Burkenroad en Latinoamérica.

Este proyecto recibe el apoyo del Fondo de Inversiones Multilaterales del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Este programa enriquece el capital humano al brindar entrenamiento en técnicas de análisis financiero. A su vez, pretende facilitar el acceso de empresas a fuentes de financiamiento mediante el suministro de información financiera a inversionistas e instituciones del sector.

Los reportes preparados en el marco de este programa evalúan las condiciones financieras y las oportunidades de inversión en empresas. Los reportes financieros de empresas cuyas acciones se cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia se distribuyen a inversionistas nacionales y extranjeros a través de su publicación en nuestra página web y en la red Burkenroad Latinoamérica. También se distribuyen solo a empresas beneficiarias para su uso en futuras presentaciones privadas a instituciones financieras o inversionistas potenciales. Los planes de inversión y la situación financiera de las empresas analizadas se les presentan a la comunidad académica y a la financiera interesada en un encuentro semestral.

Para información adicional sobre el Proyecto Burkenroad de la Universidad EAFIT (Colombia), por favor visite una de las dos páginas web siguientes:

http://www.eafit.edu.co/Burkenroad
http://www.latinburkenroad.com/

Judith Cecilia Vergara Garavito
jvergar8@eafit.edu.co
Directora de Investigación
Reportes Burkenroad Colombia
Departamento de Finanzas
Universidad EAFIT
Medellín, Colombia, Suramérica
Teléfono (57) (4) 2619500, extensión 8741 9585

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