

Mayo, 2005

Reportes Financieros
Burkenroad Latinoamérica (Colombia)

TEXPINAL S.A.

Analistas:

Freddy A. Rojas Jarro
Fredy R. Gómez Skinner
Raúl V. Alarcón Parra

Tutor:

José María del Castillo

1	RESUMEN EJECUTIVO.....	2
1.1	Objetivos.....	2
1.2	Factores Claves para el éxito.....	2
2	RESUMEN DE LA COMPAÑÍA.....	3
2.1	Estructura de propiedad.....	3
2.2	Historia de la Compañía.....	4
2.3	Infraestructura de la Compañía.....	4
2.4	Estado actual de la Compañía.....	4
3	PRODUCTOS Y SERVICIOS.....	5
3.1	Descripción.....	5
3.2	Análisis con productos competidores.....	5
3.3	Fuente de insumos.....	6
3.4	Tecnología.....	6
3.5	Futuros productos y servicios.....	7
4	RESUMEN DEL ANALISIS DEL MERCADO.....	7
4.1	Segmentación del Mercado.....	7
4.2	Análisis de la Industria.....	8
5	RESUMEN ADMINISTRATIVO.....	10
5.1	Equipo gerencial.....	10
5.2	Plan de personal.....	10
6	EVALUACION SOCIO-ECONOMICA.....	11
6.1	Actividad Económica	11
6.2	Inflación	11
6.3	Devaluación y tasa de cambio	12
7	RIESGOS.....	12
8	RECOMENDACIONES DE INVERSIÓN.....	13
8.1	Tesis de inversión	13
8.2	Resumen de Inversión	14
9	PLAN FINANCIERO.....	14
9.1	Suposiciones Generales	14
9.2	Resultados de la Valoración de la Compañía	16
9.3	BALANCE GENERAL PROYECTADO	17
9.4	PÉRDIDAS Y GANANCIAS PROYECTADAS	19
9.5	FLUJO DE CAJA PROYECTADO	20
9.6	INDICADORES FINANCIEROS CLAVE	21



Facultad de Administración

9.7 VALORACION DE LA EMPRESA.....	23
10 Bibliografía.....	26

1 RESUMEN EJECUTIVO

1.1 Objetivos

El objeto social de Textiles Espinal S.A. – TEXPINAL S.A. consiste en la elaboración y comercialización de hilazas de alta calidad destinadas al mercado internacional (80% de la producción) y nacional (20%). El algodón es la principal materia prima que la Compañía utiliza para elaborar sus productos en la planta ubicada en el Km. 2 vía Espinal – Girardot en donde se procesan alrededor de 6.000 toneladas anuales de hilazas finas de algodón y de algodón-poliéster. Texpinal posee el 49% de participación en la Fábrica Textil del Tolima S.A.- Fatextol, empresa dedicada a la producción de prendas de vestir y que adquiere el 100% de su materia prima de Texpinal.

La empresa fue fundada a comienzos de los 70s y desde entonces ha sorteado con éxito las crisis que han afectado la industria textil en el país en las últimas décadas. Al cierre de diciembre de 2004, la empresa presenta una relativamente sana estructura financiera con moderado índice de endeudamiento y márgenes de rentabilidad dentro de los promedios de la industria. Al igual que las demás compañías en este sector, la empresa esta expuesta a riesgos importantes derivados de la presencia de fuerte competencia en los mercados internacionales, principalmente por parte de productores de China que están ingresando a los mercados mundiales apoyados en bajos costos de producción y una favorable tasa de cambio.

La acción de la compañía en bolsa esta prácticamente inactiva, siendo su última transacción hacia finales del 2002. Este factor junto con la dificultad para cuantificar el impacto de la producción China sobre los mercados internacionales de textiles, genera incertidumbre y dificulta la comparabilidad de los resultados de valoración de la firma obtenidos en el presente estudio. Por ultimo, dentro de este contexto, en el futuro cercano no se descarta una reorganización de la industria textil en el país, con fusiones y alianzas estratégicas buscando masa crítica para competir en un mercado cada vez más globalizado.

1.2 Factores Claves para el éxito

De acuerdo con los informes de gestión de la Compañía de los últimos tres años se pueden identificar varios factores claves para el éxito de Texpinal S.A.:

- Ubicación estratégica de la planta de producción en el centro del país, cerca de proveedores de materia prima, especialmente algodón.
- Integración horizontal hacia adelante, especialmente con su subsidiaria Fatextol S.A. (49%), fábrica de confecciones de punto que compra el 100% de su materia prima a Texpinal S.A.
- Tecnología de punta y excelentes estándares de calidad y eficiencia en el proceso de producción.

2 RESUMEN DE LA COMPAÑÍA

2.1 Estructura de propiedad

Texpinal S.A. es una sociedad anónima domiciliada en el municipio de El Espinal (Departamento de Tolima), cuyo capital suscrito al cierre de diciembre de 2004 asciende a \$452.30 millones de pesos. La Compañía tiene 83.047.776 acciones en circulación distribuidas entre 2.540 accionistas, cuya participación se indica a continuación:

Nombre del Accionista	Cantidad de acciones	%
FABRICATO – TEJICONDOR S.A.	20,366,920.00	24.5%
ARROZ DIANA S.A.	8,531,698.00	10.3%
CORP. FINANCIERA COLOMBIANA	7,107,259.00	8.6%
SURAMERICANA DE SEGUROS	1,982,239.00	2.4%
FEDERACION NACIONAL DE CAFETEROS	5,802,175.00	7.0%
GARCIA MOTTA Y CIA LTDA	5,113,440.00	6.2%
SURAMERICANA DE CAPITALIZION	3,817,368.00	4.6%
LUIS UMANA PENUELA	2,793,519.00	3.4%
FAIRWINDS COMMERCIAL CORP.	2,538,428.00	3.1%
TEXTILES DEL RIO S.A. - RIOTEX S.A.	5,844,110.00	7.0%
LUIS FERNANDO BELTRAN CESPEDES	1,458,501.00	1.8%
GREGORIO HERNANDEZ URUENA	774,866.00	0.9%
ROSA MATILDE VERGARA DE BELTRAN	934,393.00	1.1%
CECILIA MOTTA DE GARCIA	835,855.00	1.0%
JAIME SOLANO SALAS E HIJOS LTDA	650,000.00	0.8%
AGROSANTAMARIA LTDA	779,492.00	0.9%
COOPERAMOS	666,668.00	0.8%
MENACA SABOGAL Y COMPANIA S.C.A	618,007.00	0.7%
MARGARITA DIANA GALVIS BELTRAN	572,948.00	0.7%
ANDRES FERNANDO GALVIS BELTRAN	572,948.00	0.7%
Otros con menor participación	11,286,942.00	13.6%
TOTAL ACCIONES EN CIRCULACION	83,047,776.00	100.0%

2.2 Historia de la Compañía

La compañía surge a comienzos de la década de los 70s por idea de don Enrique García y don Luis Umaña, quienes liderando un grupo de algodoneiros de la Región del Tolima propusieron la creación de una fábrica de talegos para la recolección del algodón. Posteriormente, esta idea inicial se modifica y se decide establecer una hilandería vinculando al proyecto con participaciones iguales a Fábrica de Hilados y Tejidos del Hato S.A. - Fabricato, el Instituto de Fomento Industrial - IFI y la Corporación Financiera del Tolima. La construcción de la planta se inició en 1973 bajo la gerencia de Alberto Uribe Maya y contempló la instalación de 18,320 husos de marca Saco-Lowell. Con el apoyo tecnológico y de know-how de Fabricato, la empresa inició sus operaciones procesando en promedio 2,200 toneladas anuales de hilaza y efectuando sus primeras exportaciones a Alemania y Suecia.

En 1977 se incorporaron 5,000 nuevos husos y en la década de los 80s, bajo la gerencia de Luis Fernando Beltrán se realizaron nuevos ensanches de planta que le permiten procesar en promedio 4,200 toneladas anuales de hilaza. En la década de los 90s, bajo la dirección de German Duque y Lucía Sáenz y la asesoría de técnicos italianos liderados por Giovanni Deotto, la empresa inicia un proceso de modernización tendiente a lograr mayor eficiencia en su producción. Luego de nuevas inversiones en planta y equipo, la empresa alcanza a procesar un promedio actual de 5,880 toneladas de algodón, produciendo aproximadamente 6,400 toneladas de hilaza.

2.3 Infraestructura de la Compañía

La planta de Texpinal S.A. esta ubicada en el Km. 2 vía Espinal-Girardot. La empresa tiene en operación más de 23.000 husos que le permiten procesar cerca de 6.000 toneladas anuales de algodón.

2.4 Estado actual de la Compañía

Actualmente la Compañía esta operando normalmente, tratando de sostener sus niveles de eficiencia y estándares de calidad que le han permitido mantenerse vigente en los mercados nacional e internacional.

Es importante mencionar que el pasado 1 de enero de 2005, marcó el final del acuerdo de eliminación de cuotas para países asiáticos conocido como acuerdo Multifibras, esto implicará que el sector textil tendrá que enfrentar el potencial de productos chinos que podrán entrar al mercado sin las restricciones existentes hasta ahora. De acuerdo con directivos de la Compañía, Texpinal se ha venido preparando para afrontar el reto que implicará la presencia de China en el mercado Americano a través de mejoras en las áreas de servicio al cliente. Sin embargo, existe temor frente al bajo costo de producción de China, el cual sumado al proceso de revaluación del peso colombiano y al contrabando, de alguna manera representara un gran riesgo para la empresa.

Facultad de Administración

Es bastante prematuro para cuantificar los efectos que tendrá la eliminación del mencionado acuerdo Multifibras en la industria textil mundial. Es evidente que los bajos costos de producción de China en conjunto con su devaluada moneda le otorgan una gran ventaja al país asiático en los mercados mundiales. Es de esperarse entonces que la competencia por mercados atractivos como Estados Unidos y Europa se intensifique en los próximos meses, llevando a países como Colombia a perder algún porcentaje de participación en dichos mercados. En el caso específico de Texpinal, este efecto se sentiría indirectamente a través de su filial Fabrica de Textiles del Tolima – Fatextol S.A., en la cual Texpinal posee una participación cercana al 49% y más importante aun es el hecho de que Fatextol es uno de los principales clientes para los productos de Texpinal. En este orden de ideas, si el mercado Norte Americano se complica, Fatextol tendría dificultades y de paso Texpinal también sufriría dichos efectos.

En este orden de ideas, es importante mencionar que al cierre del primer trimestre de 2005, la compañía Texpinal registró pérdidas del orden de \$852.7 millones frente a \$444 millones de pesos de utilidad registrados durante el primer trimestre del año anterior. No es claro todavía si estos resultados adversos son consecuencia del ingreso de China a los mercados de la OMC, sin embargo, la caída dramática de las ventas de la compañía al cierre del primer trimestre de 2005 podría servir de argumento para efectuar una afirmación en tal sentido. A marzo de 2005, la empresa registró ventas por \$8,379 millones de pesos frente a \$14,175 millones en similar período el año 2004, mientras los costos de ventas se situaron en \$7,639 millones frente a \$11,463 millones en marzo de 2004.

3 PRODUCTOS Y SERVICIOS

3.1 Descripción

La empresa elabora hilazas finas a partir de algodón. Básicamente el proceso se realiza en tres etapas: cardado-peinado, hilado y enconado. Esta hilaza se utiliza principalmente en la elaboración de tejidos de punto. Como ya se mencionó, la Compañía produce alrededor de 6,400 toneladas anuales de hilaza de las cuales el 28% corresponde a hilaza de algodón 100% cardado, el 32% a hilaza de algodón 100% peinado y el 40% restante corresponde a hilaza de poliéster 65 – Algodón 35.

3.2 Análisis con productos competidores

Debido a sus mismas características, es bastante difícil encontrar factores de diferenciación entre los productos que elabora la Compañía y los de la competencia. Sin embargo, es importante mencionar que la hilaza producida por Texpinal cumple con los más altos estándares internacionales de calidad.

3.3 Fuente de insumos

Los productos de Texpinal S.A. son elaborados a partir de algodón que se adquiere local e internacionalmente, principalmente de la India y de Estados Unidos pues desde hace más de tres años, Colombia pasó de ser productor neto a importador de Algodón. De hecho, según recientes estadísticas, Colombia importa cerca del 60% del algodón que consume, el resto es producido localmente. De acuerdo con Conalgodón, gremio que agrupa a los cultivadores de la fibra, la producción estimada de algodón para el año 2004 en Colombia ascendería a unas 60.000 toneladas, de las cuales el 80% serían de fibra media y el 20% de fibra larga. Por su parte, la industria textil nacional consume alrededor de 105.000 toneladas, lo cual genera un déficit de alrededor de 45.000 toneladas que es cubierto con importaciones¹. Dado el comportamiento reciente de los precios del algodón, para el presente año, se espera un incremento en el área cultivada en Colombia, la cual llegaría a las 88,077 hectáreas generando una producción de 67,000 toneladas², todavía insuficiente para cubrir la demanda nacional.

3.4 Tecnología

En general, la Compañía utiliza tecnología de punta para la fabricación de la hilaza. Como se puede apreciar en el siguiente cuadro³, a pesar de que todavía existe alguna maquinaria antigua, la gran mayoría corresponde a equipos adquiridos en los 90s.

Preparación				
Cantidad	Proceso	Maquinas	Marca	Año
2	Apertura	Batanes Rollos	Saco Lowell	
2	Apertura	Blendom at Copos	Trutzschler	1987/1993
23	Cardado	Cardas	Saco Lowell	1960/1962
1	Reunido Rollos	Reunidoras	Platt. Saco Lowell	
1	Reunidora Super-Lap	Reunidoras	Rieter	1993
10	Peinado	Peinadoras	Saco Lowell	1995/1993
4	Peinado	Peinadoras	Rieter	1993
1	Peinado	Peinadoras	Rieter	2000
1	Doblaje y Estirado	Manuares	Rieter	2000
9	Doblaje y Estirado	Manuares	Rieter	1993
5	Doblaje y Estirado	Manuares	Rieter	1981
13	Doblaje y Estirado	Manuares	Zinser	1981
10	Hilado Medio	Mecheras	Zinser	1987/1991
10	Hilado Medio	Mecheras	Saco Lowell	1960
Hiladoras				
Cantidad	Proceso	Maquinas	Marca	Año

¹ www.eltiempo.com, Con Fibras de Buena Calidad pero sin Compradores, Enero 23, 2005

² <http://www.presidencia.gov.co/sne/2005/enero/24/11242005.htm>, Mayo 26 2005

³ <http://www.textilspanamericanos.com/News.htm?CD=1519&ID=2389>, Enero de 2005

Facultad de Administración				
10	Hilado Anillos	1080 Husos	Zinser	1989/1990
12	Hilado Anillos	1000 Husos	Zinser	1981/1987
12	Hilado Anillos	492 Husos	Zinser	1986
10	Hilado Anillos	276 Husos	Saco Lowell	1963
7	Hilado Anillos	324 Husos	Saco Lowell	1963
Total 51		33732 Husos		

Enconadoras				
Cantidad	Proceso	Maquinas	Marca	Año
10	Enconado	590 Husos	Murata	1985
10	Enconado	232 Husos	Murata	1989/1990
Total 20		822 Husos		

En los últimos años, Texpinal ha efectuado importantes inversiones en maquinaria, especialmente en la sección de peinado y cardado. Así mismo se destaca la adquisición de una cámara de humidificación Mazzini para el proceso de hilado.

3.5 Futuros productos y servicios

La Compañía ha ido paulatinamente adaptando sus productos a los requerimientos del mercado y luego de más de 25 años de operación Texpinal se mantiene a la vanguardia en la producción de hilazas finas.

4 RESUMEN DEL ANALISIS DEL MERCADO

4.1 Segmentación del Mercado

Es posible segmentar la industria textil en Colombia en cuatro grandes sectores, a saber:

- a) Grandes textileras conocidas internacionalmente: Coltejer, Fabricato -Tejicondor, **TEXPINAL**, Vicuña, Indulana, Fabrisedas, Federaltex, Celtex, Fibratolima, Unica, Hilacol, LaFayette, Texmeralda, Textilia, Textirama e Hilanderias Colombia.
- b) Productores de Fibra: Enka de Colombia, Fibrexa, entre otros.
- c) Grandes Confeccionistas: Confecciones Colombia, Everfit, Hernando Trujillo, Luber, Arturo Calle, Leonisa, entre otros.
- d) Otros manufactureros y franquicias: Pierre Cardin, Nautica, Levis, Liz Claiborne, Benetton, Tommy Hilfiger, entre otros

4.2 Análisis de la Industria

A pesar de la fuerte crisis que atravesó en la segunda mitad de la década de los 90s, la industria textil colombiana ha alcanzado destacables niveles de madurez y sofisticación que le han permitido hacerse a un importante lugar en los mercados internacionales. En los últimos años esta industria ha dado importantes pasos hacia su internacionalización, destacándose por ejemplo, ferias de talla internacional, desfiles de modas y la participación de diseñadores y productos colombianos en las grandes pasarelas del mundo.

Históricamente, la producción textil se ha concentrado en Medellín y Bogotá. Sin embargo, en los últimos años, regiones como Barranquilla e Ibagué han desarrollado una industria importante caracterizada esencialmente por pequeñas y medianas empresas con destacados niveles de eficiencia.

La producción local de textiles es intensiva en mano de obra. De hecho, según el Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas DANE⁴, existen en el país aproximadamente unas 500 empresas en el sector textilero, el cual contribuye con un 5.3% del PIB manufacturero y emplea 200,000 trabajadores directos y más de 600,000 indirectos, lo cual representa un 12% del empleo del total manufacturero. En terminos de producción, la industria textil produce al año “unos 850 millones de metros cuadrados de tela de algodón, poliéster, nylon, viscosa y lana, lo mismo que driles, satines, popelinas de algodón y mezclas de fibras naturales y manufacturadas⁵”. En materia de confecciones, se estima que existen en Colombia alrededor de 10,000 fabricantes, la mayoría de los cuales son Pequeñas y Medianas empresas, de las cuales cerca del 50% opera en plantas con entre 20 y 60 maquinas⁶. El algodón representa el 50% del consumo de fibras en el sector textil, el restante 48% son fibras sintéticas y 2% lana natural⁷.

La producción se dirige esencialmente al mercado local. Sin embargo, un importante porcentaje se destina a mercados de exportación, principalmente a Venezuela y Ecuador. Últimamente, los mercados de Perú, Brasil y Estados Unidos se han convertido en importantes destinos de los productos textiles de Colombia. Según Ascoltex⁸, la balanza comercial colombiana de textiles y confecciones ha sido positiva desde 1999 hasta 2003, esto es, las exportaciones han sido mayores que las importaciones. Por ejemplo, al cierre de 2003, las importaciones alcanzaron la cifra de US\$734 millones mientras las exportaciones llegaron a los US\$860 millones generando una balanza positiva de US\$126 millones.

Este comportamiento positivo de las exportaciones se ha dado en parte como resultado del Andean Trade Promotion and Drug Eradication Act - ATPDEA que le permitió al sector textil colombiano ingresar sus productos al mercado norteamericano con preferencias arancelarias que representaban

⁴ <http://www.dane.gov.co/>

⁵ <http://www.presidencia.gov.co/sne/2005/enero/25/02252005.htm>, 25 de mayo de 2005

⁶ Idem

⁷ <http://www.dane.gov.co/>

⁸ <http://www.confecamaras.org.co/pymes15/ASCOLTEX%20COLTEJER.ppt#7>

Facultad de Administración

en ciertos casos eliminación de aranceles del 18% al 30%⁹. Sin embargo, de acuerdo con expertos de la industria, los beneficios del ATPDEA no fueron adecuadamente aprovechados pues cuando se puso en marcha el ATPDEA la industria textil estaba atravesando por una etapa de dificultades financieras, en la cual empresas como Fabricato, Coltejer, Fibratolima y Enka se habían acogido a los beneficios de la ley de Concordatos y Reestructuraciones financieras, conocida como Ley 550 lo que hacía bastante difícil que tuvieran acceso a nuevos recursos para invertir y aprovechar los beneficios de la reducción de aranceles.

En este orden de ideas, como ya se menciona, a partir de inicios del 2005 la industria textil está haciéndole frente a las nuevas condiciones del mercado impuestas a raíz de la terminación del acuerdo Multifibras cuya duración de 10 años venció a comienzos de 2005, permitiéndole a China ingresar al mercado Norteamericano sin ninguna restricción de cuotas. Al levantarse las restricciones para el ingreso de textiles de procedencia China al mercado norteamericano existe el temor de que China se apropie de hasta un 70% del mercado Estadounidense en los próximos tres años. Este hecho se hace evidente por el bajo costo de la mano de obra en China que le permitirá ser muy competitiva en precios. Este es un aspecto que debe ser considerado muy seriamente por la industria textil colombiana pues como ya se mencionó, cerca del 50% de las exportaciones de la industria se dirigen hacia el mercado de Estados Unidos¹⁰.

De otra parte, con el Tratado de Libre Comercio - TLC la industria textil colombiana tendrá bastantes ventajas que se derivan esencialmente del modelo de negocio adoptado por los jugadores americanos en el cual la producción se efectúa en forma de maquila en el exterior reservándose ellos los procesos de diseño y comercialización. En este sentido, expertos coinciden en que regiones como Latinoamérica y el Sudeste Asiático pueden tomar gran ventaja de este modelo de negocios y en el caso colombiano la ventaja es mayor considerando la ubicación geográfica del país así como la experiencia y calidad de la industria textil. De suyo, la Asociación Colombiana de Textileros – Ascoltex, gremio que representa cerca del 85% de los productores de textiles, ha reconocido que el TLC es una fuente de oportunidades de negocios para la industria. Según Ascoltex, si bien es cierto que las exportaciones de textiles colombianos hacia el mercado norteamericano han crecido en forma importante de US\$538 millones en 2003 a US\$633 millones en 2004, todavía hay mucho terreno por conquistar pues esta cifra de negocios no llega siquiera al 1% de las importaciones de textiles en Estados Unidos las cuales se sitúan en los US\$82,844 millones de dólares¹¹.

Volviendo al caso colombiano, es posible dividir la industria en cuatro grandes sectores, a saber, del total de empresas en la industria textil en Colombia, 20 compañías representan el 76% de las ventas al cierre de 2003, destacándose Fabrica de Hilados y Tejidos del Hato S.A. Fabricato, Compañía Colombiana de Tejidos S.A. Coltejer, Protela S.A., Lafayette S.A., y Textilía S.A. que en conjunto suman alrededor del 46% del total de ventas del sector. Por su parte, dentro de este

⁹ <http://www.amcham.org.pe/infocenter/ATPDEA/3.pdf>

¹⁰ <http://www.dinero.com/dinero/ArticuloView.jsp?id=15397&&idEdicion=194&&fecha=2003-11-12>

¹¹ http://www.elcolombiano.terra.com.co/BancoConocimiento/L/los_textileros_ya_se_sienten_ganadores_en_tlc_con_eu.asp?CodSeccion=4

Facultad de Administración
ranking de ventas al cierre del 2003, Texpinal con sus cerca de \$51.000 millones de ventas ocupaba el puesto 12 con una participación del 2.0% del total.

Para el futuro cercano y como parte de la estrategia de respuesta de la industria frente al riesgo que implica el ingreso de China a los mercados de la OMC y principalmente al mercado Estadounidense, es posible que se presente algún tipo de reorganización. Esto es, las fusiones entre empresas locales o las alianzas estratégicas con socios foráneos no se descartan del todo.

5 RESUMEN ADMINISTRATIVO

5.1 Equipo gerencial

La representante legal de la empresa es la Señora Lucía Sáenz Botero y sus suplentes son Felix Enrique García Gómez y Claudia Marcela Rodríguez Porras. La Junta Directiva esta compuesta de la siguiente manera:

Principal	Suplente
Alberto Mariño Samper	Heliodoro Lozano Leal
German Duque Echeverri	José Raúl Osorio Ruiz
Luis Fernando Sierra Yepes	Luis Umaña Peñuela
Jorge Alfredo Villa Murra	Patricia Fandiño Arce
Ernesto Vila Mejía	Luis Carlos Britto Molina
Félix Enrique García Gómez	María del Pilar Ramírez M.

Directora Financiera y Administrativa: Claudia Marcela Rodríguez Porras

Director de Mercadeo: Rene Alejandro Silva

Director de Fabrica: Cenen Galindo

Contador: Judith Pava Ramírez

Revisor Fiscal: Natalia Andrea García López

5.2 Plan de personal

Texpinal S.A. cuenta actualmente con cerca de 351 empleados, de los cuales 186 se encuentran contratados directamente por la Compañía y 165 por la cooperativa de trabajo asociado.

Facultad de Administración

La capacitación que ofrece la Compañía a sus empleados está orientada principalmente en el área técnica, en los procesos de continuas y enconado. De igual manera, anualmente se realizan planes de actualización en temas como seguridad industrial y entrenamiento de brigadistas.

Actualmente la Compañía cuenta con el sindicato Sinaltradihitexco, al cual están suscritos cerca del 72% de los empleados.

6 EVALUACION SOCIO-ECONOMICA

6.1 Actividad Económica

Según cifras oficiales, durante el año 2004 el Producto Interno Bruto en Colombia registró un crecimiento alrededor del 4%. Este comportamiento positivo estuvo principalmente originado en un excelente desempeño, entre otros, del sector de la construcción, el cual para el cierre del tercer trimestre registraba ya un crecimiento acumulado cercano al 8%, el sector financiero 5.1% y el sector industrial con 4.8%¹².

En cuanto al sector de hilatura, tejeduría y acabados, la producción creció el 7.3%, las ventas totales el 5% y las nacionales decrecieron el 1.4%. Sigue siendo el contrabando uno de los factores que más frenan el desarrollo del sector, y que esta actividad delictiva continúa creciendo, ayudada por el bajo precio del dólar.

De todas maneras, todavía es un poco prematuro cuantificar este impacto en los diferentes sectores de la economía Colombiana y en especial en la industria textil y en Texpinal como uno de los grandes protagonistas de esta industria. Sin embargo, como ya se mencionó, dirigentes de Ascoltex han reconocido en el TLC una gran fuente de oportunidades de negocios para las textileras colombianas. Habrá que estar atentos entonces al desarrollo de estos eventos pues sin lugar a dudas sus consecuencias se sentirán a lo largo y ancho de la economía nacional con algunos sectores mas afectados que otros.

6.2 Inflación

Por su parte, el índice de inflación al cierre del 2004 estuvo alrededor del 5.5%, cifra que según el Banco de la República cumple la meta puntual establecida a comienzos del año. Para el 2005, la junta del emisor ha planteado una meta de inflación entre el 4.5% y 5.5% mientras que para el 2006 se habla de una inflación entre el 3% y 5% y hacia el largo plazo la meta es del 3%¹³. Estos

¹² http://www.coinvertir.org/html/cache/galler/GC-3/G-13/TP_ingles_2004_IIIQ.doc, 1 de febrero de 2005

¹³ <http://www.banrep.org/prensa/comuni4.htm>, 28 de enero de 2005

Facultad de Administración

presupuestos son consistentes con el objetivo del Banco Central de reducir el índice inflacionario al mínimo posible para contribuir de esta manera con el crecimiento de la economía y la generación de nuevos puestos de trabajo.

Para efectos del presente informe, se han tomado las proyecciones del índice de inflación para los próximos años como una variable importante que afecta rubros como los gastos de operación de Textiles del Espinal S.A.

6.3 Devaluación y tasa de cambio

A pesar de las medidas adoptadas por el Banco de la República y por el gobierno, tendientes a tratar de controlar el tipo de cambio, durante el año anterior se registró una fuerte tendencia revaluacionista del peso frente al dólar alcanzando niveles por encima del 15%¹⁴ anual.

Este comportamiento de la moneda que permitió observar transacciones por debajo de los \$2,300 por dólar tiene su explicación en causas internas y externas. Entre las causas externas podemos mencionar los déficit fiscal y comercial en Estados Unidos que han llevado a la economía americana a seguir una política devaluacionista para corregir estos desequilibrios. Dentro de las causas internas podemos mencionar el superávit en la balanza comercial generado por el excelente desempeño de las exportaciones las cuales habían crecido cerca del 22% al cierre de septiembre de 2004 así como el incremento en la oferta de dólares generado por el crecimiento de las remesas, la inversión extranjera directa y el aumento de la deuda externa privada.

Para el presente año, se espera una devaluación moderada no obstante los esfuerzos que continúan efectuando tanto el Banco de la República como el gobierno para controlar la tendencia de reevaluación del peso colombiano frente al dólar americano.

Teniendo en cuenta que parte de los productos elaborados por la Compañía Texpinal S.A. se destinan a mercados de exportación indirectamente a través de su filial Fatextol, la evolución del tipo de cambio se convertirá en una variable importante dentro del desarrollo de los negocio de la empresa, pues la revaluación del peso frente al dólar en cierta forma hará perder competitividad a los productos de la empresa especialmente en el mercado norteamericano.

7 RIESGOS

Al igual que muchas industrias, el sector textil no es ajeno a los efectos del desarrollo y crecimiento de la economía China. Este hecho junto con la liberalización de los mercados a partir de enero de 2005 como resultado de la terminación de las preferencias arancelarias derivadas del Andean Trade Promotion and Drug Eradication Act - ATPDEA, sin lugar a dudas representan los

¹⁴ <http://www.lespectador.com/2004/20041231/economico/nota1.htm>, 2 de febrero de 2005

Facultad de Administración

principales riesgos que tendrá que afrontar la industria textil colombiana en el futuro inmediato. Las condiciones bajo las cuales se firme el tratado de libre comercio con los Estados Unidos de América, especialmente en el capítulo agrícola, por el alto impacto del algodón en la fabricación de la hilaza. El contrabando es otro factor de riesgo que afecta principalmente a los productores de textiles destinados al consumo local mientras que la competencia desleal en mercados internacionales (dumping) bastante típica en la industria, afecta a las empresas cuyos productos se destinan a la exportación.

En el caso concreto de Texpinal, es evidente que la compañía está expuesta a los riesgos enunciados anteriormente, máxime teniendo en cuenta que parte de su producción se destina a la exportación. A esta altura de los acontecimientos es bastante prematuro establecer las consecuencias que tendrá el ingreso de los productos chinos al mercado norteamericano. Según el Banco Mundial la participación de China en el mercado textil norteamericano pasaría del 17% al 45% durante los próximos cinco años. Otros expertos en comercio internacional estiman que China logrará controlar cerca del 70% del mercado en el futuro cercano¹⁵.

8 RECOMENDACIONES DE INVERSIÓN

8.1 Tesis de inversión

La Compañía Textiles del Espinal S.A. es una organización que cuenta con una trayectoria de más de 30 años en el mercado, tiempo durante el cual ha logrado posicionarse como un jugador importante en la industria textil nacional. Su relación de negocios con Fabricato S.A. (su principal accionista con 24.5% de participación) y su integración vertical hacia adelante con la Fabrica de Textiles del Tolima – Fatextol S.A., le han permitido a la empresa mantenerse vigente en una industria que ha tenido que sortear fuertes crisis durante las últimas décadas.

Su nivel de ventas ha venido creciendo sostenidamente desde el año 2000, cerrando el 2004 con ingresos alrededor de los \$53,271 millones de pesos. Sin embargo, sus utilidades se han visto afectadas por el incremento en los precios del algodón, llevando a la Compañía a lograr cerca de \$530 millones de pesos de utilidades netas al cierre del 2004, una cifra inferior al 2003 cuando la empresa alcanzó \$1,748 millones de pesos de utilidad neta.

En la Bolsa de Valores de Colombia, las acciones de Texpinal son consideradas como de baja bursatilidad, de hecho la última transacción en Bolsa data del 2 de noviembre de 2002 a un precio promedio de \$319 pesos por acción y desde entonces no se ha efectuado ninguna otra transacción con esta acción. El valor patrimonial (book value) de la acción de Texpinal con base en los estados financieros al cierre de diciembre de 2004 es de \$534.11, lo cual arroja un índice Q-Tobin de 0.60.

¹⁵ http://www.atimes.com/atimes/Southeast_Asia/FH03Ae04.html, Enero 26, 2005

8.2 Resumen de Inversión

Como ya se mencionó, existe una serie de riesgos importantes que hay que tener en cuenta en la decisión, sobre todo riesgos relacionados con los efectos del ingreso de productos elaborados en China a los mercados de la OMC (Organización Mundial del Comercio).

La baja o mejor dicho nula bursatilidad de la acción dificulta aun mas la decisión de inversión en esta compañía pues no se tiene un precio actualizado establecido por las leyes de oferta y demanda contra el cual comparar el resultado obtenido en esta valoración.

Utilizando los supuestos que se mencionan mas adelante, y con la metodología del flujo de caja libre se pudo obtener un valor de la firma cercano a los \$52,969 millones de pesos, descontando los flujos de caja con la tasa WACC.

9 PLAN FINANCIERO

9.1 Suposiciones Generales

Los ingresos de la Compañía se proyectaron con base en cifras de Planeación Nacional sobre crecimiento del PIB para la Industria Textil en Colombia. Para calcular el valor terminal de la Compañía utilizado para efectuar la valoración de la misma, se asumió un crecimiento a perpetuidad del flujo de caja libre equivalente al siguiente factor:

$$(1 + \text{Crecimiento real PIB Sector}) * (1 + \text{Inflación}) - 1$$

Los costos de ventas se presupuestaron con base en el porcentaje de participación promedio de los últimos cuatro años con respecto a las ventas, esto es tratando de mantener un margen bruto mas o menos estable durante el período en análisis.

Los gastos de administración se proyectaron con base en la inflación y los gastos de ventas como un porcentaje de las ventas equivalente al promedio móvil de los últimos cinco años. Este valor corresponde aproximadamente al comportamiento histórico de los mismos.

Los ingresos financieros se presupuestaron con base en el promedio histórico de rendimiento de las inversiones temporales de los últimos cinco años calculado dividiendo los ingresos financieros entre las inversiones de corto plazo. Los otros ingresos no operacionales se proyectaron con base en el promedio móvil de los últimos tres años.

Facultad de Administración

Los gastos financieros se presupuestaron considerando el total de pasivos con costo de la Compañía y el costo promedio ponderado de los recursos. Los otros gastos no operacionales se presupuestaron con base en el promedio móvil de los últimos 5 años.

El WACC fue calculado utilizando el modelo CAPM. Para esto, se tomó el Beta desapalancado (0.67) calculado sobre la base de 65 Compañías, 12 de las cuales se mencionan más adelante y que forman parte del sector de la industria Textil en Norte América. Estas Compañías cotizan sus acciones en la New York Stock Exchange (NYS), Toronto Stock Exchange (TSE), American Stock Exchange (AMS) y NASDAQ (NDQ).

Posteriormente y con el fin de calcular el costo del equity con base en el modelo CAPM, se asumió que la tasa libre de riesgo es la tasa que pagan los bonos del tesoro de los Estados Unidos de América a 30 años (5.375%) al 25 de mayo de 2005. También se tomó la prima de riesgo histórica para el mercado de valores en los Estados Unidos al 24 de mayo de 2005 de 4.84%. Este valor promedio se tomó del web site del profesor Aswath Damodaran.

Adicionalmente, se asumió una prima de riesgo país para el mercado colombiano de 3.69% (Mayo de 2005) la cual es calculada con base en el índice de bonos de mercados emergentes (EMBI) de Jp Morgan. Este índice mide la percepción de riesgo de los inversionistas frente al país, en este caso Colombia. Este índice representa el retorno adicional requerido por un inversionista para invertir en papeles de deuda pública colombiana

Con estos datos se calculó el costo del equity (R_e) usando el modelo CAPM $R_e = R_f + \beta_a (R_m - R_f) + R_c$. Con este costo del equity, y con la relación de deuda a patrimonio promedio de la Compañía, se procedió a calcular el Costo Promedio de Capital. Para esto se asumió que la Compañía está pagando por su deuda una tasa de interés equivalente al DTF + 5%. Con estos cálculos se obtuvo el WACC para cada año en análisis, el cual se utilizó posteriormente para descontar los flujos de caja y obtener la valoración de la Compañía.

A nivel de Balance General, las cuentas por cobrar se proyectaron asumiendo una rotación de cartera estable equivalente al promedio móvil de los cuatro años inmediatamente anteriores al de la proyección. Otros deudores se proyectaron con base en el PIB y para las provisiones se utilizó un promedio móvil de tres años, el cual arroja un índice de cobertura más o menos estable durante los años proyectados.

Los inventarios se proyectaron manteniendo un índice de rotación más o menos estable durante el periodo en análisis. Las inversiones a largo plazo y los deudores de largo plazo se proyectaron asumiendo promedios móviles de 2 y 5 años respectivamente más su respectivo ajuste por inflación.

Las propiedades, planta y equipo se proyectaron asumiendo que la Compañía no efectuara nuevas inversiones.

Para la deuda de corto y largo plazo con instituciones financieras se proyectó que su pago se efectuaría en dos y tres años respectivamente, asumiendo pagos a capital iguales en cada año.

Otras partidas del pasivo se proyectaron asumiendo promedios móviles de cuatro, dos o cinco años dependiendo de la evolución histórica de las mismas.

Respecto del patrimonio se asumió que la Compañía no repartiría dividendos en los años proyectados, lo cual responde al comportamiento histórico de la firma.

Método de Valoración:

Con los cálculos, valores y datos anteriores se obtuvo el WACC para cada año en análisis, el cual se utilizó posteriormente para descontar los flujos de caja libre (Free Cash Flow) para la Firma y obtener el valor de mercado de la Firma. Para encontrar el valor de mercado del patrimonio restamos del valor presente del flujo de caja libre para la Firma, el valor de mercado de la deuda financiera.

Los resultados de la valoración se pueden observar en el numeral siguiente:

9.2 Resultados de la Valoración de la Compañía

RESULTADOS DE LA VALORACION	Valores en Millones de pesos
VALOR PRESENTE NETO DE FLUJOS DE CAJA	26,610
VALOR TERMINAL	26,360
VALOR DE LA FIRMA	52,969
VALOR DE LA DEUDA	6,770
FLUJO DE CAJA NETO PARA ACCIONISTA (VALOR DEL EQUITY)	46,200
NUMERO DE ACCIONES A DIC 31, 2004	90,460,371
VALOR POR ACCIÓN EN PESOS	511

9.3 BALANCE GENERAL PROYECTADO

EN MILLONES DE PESOS	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ACTIVO										
ACTIVOS CORRIENTES										
Disponibles	758	1,604	4,610	9,412	13,671	17,565	22,237	27,136	32,265	37,507
Deudores	18,294	19,572	20,387	21,017	22,120	23,669	24,852	26,064	27,371	28,857
Cientes	17,039	18,240	18,987	19,513	20,531	21,985	23,065	24,173	25,368	26,735
Otros deudores	1,484	1,585	1,668	1,754	1,845	1,941	2,042	2,149	2,260	2,378
Provisiones deudores	(229)	(253)	(267)	(250)	(257)	(258)	(255)	(257)	(257)	(256)
Inventarios	4,816	5,057	5,425	5,500	5,839	6,191	6,489	6,835	7,166	7,551
Materias primas	1,789	1,878	2,015	2,043	2,168	2,299	2,410	2,538	2,662	2,804
Productos en proceso	420	441	473	480	509	540	566	596	625	659
Productos terminados	1,298	1,363	1,462	1,482	1,574	1,669	1,749	1,842	1,932	2,035
Materiales repuestos y accesorios	703	738	792	803	852	903	947	997	1,046	1,102
Inventarios en tránsito	508	533	572	580	616	653	684	721	756	796
Otros inventarios	108	114	122	124	131	139	146	154	161	170
Provisiones inventarios	(10)	(10)	(11)	(11)	(12)	(13)	(13)	(14)	(15)	(15)
Diferidos	43	43	48	27	32	39	38	37	35	36
Gastos pagados por anticipado	102	112	113	118	111	114	114	114	113	114
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	24,013	26,388	30,584	36,074	41,773	47,578	53,730	60,186	66,951	74,064
Inversiones a largo plazo	7,206	7,345	7,607	7,795	8,028	8,249	8,485	8,723	8,970	9,224
Deudores a largo plazo	61	61	64	65	64	63	63	64	64	64
Propiedades, Planta y Equipo y Otros Activos	12,959	12,057	11,181	10,335	9,553	8,831	8,163	7,545	6,975	6,447
Costo Propiedades, Planta y Equipo	44,275	46,400	48,488	50,524	52,647	54,858	57,162	59,562	62,064	64,671
Depreciación acumulada	(31,316)	(34,343)	(37,307)	(40,189)	(43,093)	(46,027)	(48,999)	(52,017)	(55,089)	(58,224)
Bienes recibidos en dación de pago	201	191	182	173	164	156	148	141	134	127
Impuesto sobre la renta diferido	39	38	40	42	41	40	40	41	41	41
Total Valorizaciones	15,521	16,266	16,998	17,712	18,456	19,231	20,039	20,880	21,757	22,671
De inversiones	63	66	69	72	75	78	81	84	88	92
De Propiedades, Planta y Equipo	15,458	16,201	16,930	17,641	18,381	19,153	19,958	20,796	21,670	22,580
TOTAL ACTIVO LARGO PLAZO	35,988	35,958	36,072	36,122	36,307	36,570	36,939	37,395	37,941	38,574
TOTAL ACTIVO	60,001	62,346	66,655	72,196	78,080	84,148	90,669	97,581	104,892	112,638
PASIVO – PATRIMONIO										
PASIVO CORRIENTE										
Obligaciones financieras	2,112	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Obligaciones moneda legal	2,112									
Obligaciones moneda extranjera										
Proveedores	1,335	1,426	1,500	1,578	1,661	1,747	1,838	1,933	2,034	2,140
Cuentas por pagar	1,481	1,488	1,471	1,469	1,445	1,471	1,468	1,466	1,463	1,462
Intereses financieros por pagar	56	48	45	49	49	48	48	49	48	48

Facultad de Administración

Servicios de producción y confección	116	116	119	112	93	111	110	109	107	106
Retenciones y aportes de nómina	71	71	62	59	55	64	62	60	60	60
Dividendos y participaciones	60	59	58	57	59	58	58	58	58	58
Otras cuentas por pagar	1,178	1,195	1,187	1,191	1,189	1,190	1,190	1,190	1,190	1,190
Impuestos, Gravámenes y Tasas	1,421	1,543	1,648	1,733	1,823	1,918	2,018	2,123	2,233	2,349
Obligaciones Laborales	356	373	390	406	423	441	460	479	499	520
Pasivos Estimados y Provisiones	162	170	177	185	193	201	209	218	227	237
Diferidos	18	17	18	18	18	18	18	18	18	18
Otros Pasivos	85	101	121	145	173	125	133	139	143	143
TOTAL PASIVO CORRIENTE	6,970	5,118	5,325	5,535	5,736	5,921	6,144	6,376	6,618	6,869
Obligaciones financieras	1,697	849	-	-	-	-	-	-	-	-
Obligaciones moneda legal	1,697	849	-	-	-	-	-	-	-	-
Cuentas por pagar	668	711	720	700	710	710	707	709	708	708
Pasivos Estimados y Provisiones	312	327	341	356	371	386	402	419	437	455
Impuestos	1,280	1,542	1,550	1,457	1,516	1,508	1,494	1,506	1,503	1,501
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	3,957	3,428	2,611	2,513	2,597	2,604	2,603	2,634	2,648	2,664
TOTAL PASIVO	10,927	8,547	7,936	8,047	8,333	8,525	8,746	9,010	9,266	9,533
Capital Social	452	452	452	452	452	452	452	452	452	452
Superávit de Capital	5,295	5,295	5,295	5,295	5,295	5,295	5,295	5,295	5,295	5,295
Superávit método de participación	1,186	1,199	1,193	1,170	1,211	1,192	1,193	1,192	1,191	1,196
Reservas	6,833	9,366	11,723	14,228	17,214	20,077	23,043	26,165	29,374	32,710
Obligatorias	3,137	3,390	3,626	3,876	4,175	4,461	4,758	5,070	5,391	5,724
Otras reservas	3,697	5,976	8,098	10,352	13,039	15,616	18,285	21,095	23,983	26,985
Revalorización del Patrimonio	17,254	18,864	20,553	22,306	24,256	26,410	28,779	31,378	34,221	37,323
Resultados del Ejercicio	2,533	2,357	2,505	2,985	2,863	2,966	3,122	3,209	3,336	3,458
Superávit por Valorizaciones	15,521	16,266	16,998	17,712	18,456	19,231	20,039	20,880	21,757	22,671
TOTAL PATRIMONIO	49,075	53,800	58,720	64,148	69,747	75,623	81,923	88,571	95,626	103,105
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	60,001	62,347	66,656	72,196	78,080	84,148	90,669	97,581	104,892	112,638

9.4 PÉRDIDAS Y GANANCIAS PROYECTADAS

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
INGRESOS OPERACIONALES	57.853	61.787	64.999	68.379	71.935	75.676	79.611	83.751	88.106	92.687
Ventas y/o prestación de servicios nacionales	57.853	61.787	64.999	68.379	71.935	75.676	79.611	83.751	88.106	92.687
COSTOS DE VENTAS	47.589	51.607	54.454	56.883	60.063	63.179	66.387	69.896	73.519	77.329
UTILIDAD BRUTA	10.264	10.179	10.546	11.497	11.872	12.497	13.224	13.855	14.587	15.358
GASTOS OPERACIONALES	3.523	3.732	3.868	3.982	4.178	4.419	4.614	4.812	5.027	5.267
Gastos de administración	2.095	2.195	2.294	2.390	2.491	2.595	2.704	2.818	2.936	3.060
Gastos de ventas	1.429	1.537	1.574	1.592	1.687	1.824	1.909	1.994	2.090	2.207
UTILIDAD OPERACIONAL	6.741	6.447	6.678	7.514	7.695	8.078	8.610	9.043	9.560	10.091
INGRESOS NO OPERACIONALES	289	254	247	256	247	258	263	260	262	265
Financieros	69	78	75	67	68	78	80	80	81	84
Otros ingresos no operacionales	220	176	172	189	179	180	182	180	181	181
GASTOS NO OPERACIONALES	2.217	1.984	1.843	1.787	1.871	1.858	1.892	1.918	1.947	1.984
Financieros	1.377	1.068	952	925	950	972	997	1.027	1.056	1.087
Otros gastos no operacionales	840	916	891	862	921	886	895	891	891	897
UTILIDAD (PÉRDIDA) EN LA APLICACIÓN DEL MÉTODO DE PARTICIPACIÓN	260	265	304	314	280	285	290	294	292	288
CORRECCION MONETARIA	(953)	(1.150)	(1.313)	(1.443)	(1.695)	(1.940)	(2.193)	(2.462)	(2.744)	(3.039)
UTILIDAD (PÉRDIDA) ANTES DE IMPUESTOS	4.119	3.833	4.073	4.854	4.656	4.823	5.077	5.217	5.424	5.623
IMPUESTOS DE RENTA Y COMPLEMENTARIOS	1.586	1.476	1.568	1.869	1.792	1.857	1.955	2.009	2.088	2.165
UTILIDAD NETA (PERDIDA)	2.533	2.357	2.505	2.985	2.863	2.966	3.122	3.209	3.336	3.458

9.5 FLUJO DE CAJA PROYECTADO

FLUJO DE CAJA FINANCIERO	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
VENTAS NETAS	57.853	61.787	64.999	68.379	71.935	75.676	79.611	83.751	88.106	92.687
COSTO DE VENTAS	47.589	51.607	54.454	56.883	60.063	63.179	66.387	69.896	73.519	77.329
GASTOS GENERALES, ADMON Y VENTAS	3.523	3.732	3.868	3.982	4.178	4.419	4.614	4.812	5.027	5.267
DEPRECIACION	1.632	1.525	1.418	1.315	1.216	1.124	1.039	960	888	821
OTROS INGRESOS	289	254	247	256	247	258	263	260	262	265
OTROS EGRESOS	840	916	891	862	921	886	895	891	891	897
Utilidad Antes de Intereses e Impuestos	4,557	4,261	4,616	5,594	5,805	6,326	6,939	7,452	8,043	8,639
IMPUESTOS	1.586	1.476	1.568	1.869	1.792	1.857	1.955	2.009	2.088	2.165
Utilidad Antes Interés después de Impuestos	2,972	2,785	3,048	3,725	4,012	4,469	4,984	5,444	5,955	6,475
DEPRECIACION	1.632	1.525	1.418	1.315	1.216	1.124	1.039	960	888	821
Flujo de Caja de las Operaciones	4,603	4,310	4,466	5,040	5,228	5,593	6,023	6,404	6,843	7,295
INVERSIONES NETAS	516	776	621	665	558	511	439	386	331	281
CAMBIO NETO EN EL CAPITAL DE TRABAJO	(926)	(1.269)	(983)	(478)	(1.239)	(1.726)	(1.258)	(1.325)	(1.394)	(1.620)
Flujo de Caja Libre para la Firma	5,014	4,803	4,828	4,854	5,909	6,808	6,841	7,342	7,906	8,634

9.6 INDICADORES FINANCIEROS CLAVE

TIPC	INDICADOR	FÓRMULA	2000	2001	2002	2003	2004
LIQUIDEZ	Razón Corriente	Act. Cte. / Pas. Cte.	3.3	3.4	2.3	2.5	2.8
	Capital de Trabajo Neto	Act. Cte. - Pas. Cte.	10,577.8	11,486.3	11,627.1	12,713.1	14,059.8
	Prueba Ácida	(Act. Cte - Inv.) / Pas. Cte.	2.7	2.9	1.8	2.2	2.1
ENDEUDAMIENTO	Nivel de Endeudamiento	Total Pasivo / Total Activo	30%	26%	27%	28%	23%
	Concentración del Endeudamiento a Corto Plazo	Pas. Cte. / Total Pasivo	32%	36%	56%	52%	59%
	Cobertura de Intereses	Utilidad Op. / Intereses Pagados	203%	162%	188%	227%	187%
	Apalancamiento Total	Total Pasivo / Patrimonio	42%	35%	36%	40%	30%
ACTIVIDAD	Rotación de Cartera	Ventas a Crédito / Cuentas por Cobrar	9	19	5	4	4
	Periodo Medio de Cobro	365 / Rotación de Cartera	39	19	15	98	97
	Rotación de Inventarios	Costo de Ventas / Inv. Prom.	7	6	1	11	11
	Días de Inventario	(Inv. Prom. * 365) / CMV	51	45	53	33	33
	Rotación de Activos	Ventas / Total Activos	0.8	0.7	0.7	0.9	0.9
RENDIMIENTO	Margen Bruto	Utilidad Bruta / Ventas	25.83%	22.87%	21.54%	17.23%	14.46%
	Margen Operacional	Utilidad Oper. / Ventas	17.84%	14.51%	13.61%	11.12%	8.70%
	Margen Neto	Utilidad Neta / Ventas	7.82%	2.58%	2.82%	3.45%	0.99%
	Rendimiento del Patrimonio	Utilidad Neta / Patrimonio	8.36%	2.59%	2.51%	4.43%	1.19%
	Rendimiento del Activo	Utilidad Neta / Total Activo	5.88%	1.92%	1.84%	3.17%	0.92%
	Índice de Dupont	Margen Neto * Rotación de Activos	5.88%	1.92%	1.84%	3.17%	0.92%

INDICADORES FINANCIEROS CLAVES

TIPC	INDICADOR	FÓRMULA	2005p	2006p	2007p	2008p	2009p	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p
LIQUIDEZ	Razón Corriente	Act. Cte. / Pas. Cte.	3.4	5.2	5.7	6.5	7.3	8.0	8.7	9.4	10.1	10.8
	Capital de Trabajo Neto	Act. Cte. - Pas. Cte.	17,043.1	21,269.9	25,258.6	30,538.9	36,036.5	41,656.6	47,586.5	53,810.1	60,333.4	67,195.2
	Prueba Ácida	(Act. Cte - Inv.) / Pas. Cte.	2.8	4.2	4.7	5.5	6.3	7.0	7.7	8.4	9.0	9.7
ENDEUDAMIENTO	Nivel de Endeudamiento	Total Pasivo / Total Activo	18%	14%	12%	11%	11%	10%	10%	9%	9%	8%
	Concentración del Endeudamiento a Corto Plazo	Pas. Cte. / Total Pasivo	64%	60%	67%	69%	69%	69%	70%	71%	71%	72%
	Cobertura de Intereses	Utilidad Op. / Intereses Pagados	490%	604%	701%	812%	810%	831%	864%	880%	905%	929%
	Apalancamiento Total	Total Pasivo / Patrimonio	22%	16%	14%	13%	12%	11%	11%	10%	10%	9%
ACTIVIDAD	Rotación de Cartera	Ventas a Crédito / Cuentas por Cobrar	4	4	3	4	4	4	4	4	4	4
	Periodo Medio de Cobro	365 / Rotación de Cartera	97	104	105	103	102	103	103	103	103	103
	Rotación de Inventarios	Costo de Ventas / Inv. Prom.	10	10	10	10	11	11	10	10	11	11
	Días de Inventario	(Inv. Prom. * 365) / CMV	38	35	35	35	34	35	35	35	35	35
	Rotación de Activos	Ventas / Total Activos	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
RENDIMIENTO	Margen Bruto	Utilidad Bruta / Ventas	17.74%	16.47%	16.22%	16.81%	16.50%	16.51%	16.61%	16.54%	16.56%	16.57%
	Margen Operacional	Utilidad Oper. / Ventas	11.65%	10.43%	10.27%	10.99%	10.70%	10.67%	10.82%	10.80%	10.85%	10.89%
	Margen Neto	Utilidad Neta / Ventas	4.38%	3.81%	3.85%	4.37%	3.98%	3.92%	3.92%	3.83%	3.79%	3.73%
	Rendimiento del Patrimonio	Utilidad Neta / Patrimonio	5.16%	4.38%	4.27%	4.65%	4.11%	3.92%	3.81%	3.62%	3.49%	3.35%
	Rendimiento del Activo	Utilidad Neta / Total Activo	4.22%	3.78%	3.76%	4.13%	3.67%	3.52%	3.44%	3.29%	3.18%	3.07%
	Índice de Dupont	Margen Neto * Rotación de Activos	4.22%	3.78%	3.76%	4.13%	3.67%	3.52%	3.44%	3.29%	3.18%	3.07%

9.7 VALORACION DE LA EMPRESA

Industria Textil					
Muestra de Compañias Incluidas para calcular Beta (En total son 65 Compañias)					
Company Name	Ticket Symbol	Industry	SIC	Exchange	Country
APPAREL	2300	Apparel	2300	INDE	Foreign
Benetton Group S.p.A. ADR	BNG	Apparel	2300	NYS	Foreign
Columbia Sportswear	COLM	Apparel	2300	NDQ	US
Gildan Activewear Inc	GIL	Apparel	2300	NYS	Foreign
Jones Apparel Group	JNY	Apparel	2300	NYS	US
Liz Claiborne	LIZ	Apparel	2300	NYS	US
Mossimo Inc	MOSS	Apparel	2300	NDQ	US
Perry Ellis Int'l Inc	PERY	Apparel	2300	NDQ	US
Phillips-Van Heusen	PVH	Apparel	2300	NYS	US
Polo Ralph Lauren `A`	RL	Apparel	2300	NYS	US
Russell Corp.	RML	Apparel	2300	NYS	US
Tommy Hilfiger	TOM	Apparel	2300	NYS	Foreign
V.F. Corp.	VFC	Apparel	2300	NYS	US
Unlevered Beta (β)	0.67	Fuente: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/			

VALORACION DE LA EMPRESA

VARIABLE	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tasa Libre de Riesgo (Bonos Tesoro EEUU 30 Años) - Mayo 25, 2005	5.375%	5.375%	5.375%	5.375%	5.375%	5.375%	5.375%	5.375%	5.375%	5.375%
Prima de Riesgo Histórica para EEUU – Mayo 24, 2005	4.84%	4.84%	4.84%	4.84%	4.84%	4.84%	4.84%	4.84%	4.84%	4.84%
Prima de Riesgo País Colombia EMBI (Emerging Markets Bond Index) – Mayo 24, 2005	3.69%	3.69%	3.69%	3.69%	3.69%	3.69%	3.69%	3.69%	3.69%	3.69%
Razón Deuda / Total Patrimonio	22.27%	15.89%	13.51%	12.54%	11.95%	11.27%	10.68%	10.17%	9.69%	9.25%
Razón Deuda / Total Activos	18.21%	13.71%	11.91%	11.15%	10.67%	10.13%	9.65%	9.23%	8.83%	8.46%
Razón Patrimonio / Total Activos	81.79%	86.29%	88.09%	88.85%	89.33%	89.87%	90.35%	90.77%	91.17%	91.54%
Tasa de Impuesto	38.50%	38.50%	38.50%	38.50%	38.50%	38.50%	38.50%	38.50%	38.50%	38.50%
Beta Desapalancado	0.67	0.67	0.67	0.67	0.67	0.67	0.67	0.67	0.67	0.67
Beta Apalancado	0.76	0.74	0.73	0.72	0.72	0.72	0.71	0.71	0.71	0.71
Costo del Equity – CAPM	12.75%	12.62%	12.58%	12.56%	12.55%	12.53%	12.52%	12.51%	12.50%	12.49%
Tasa DTF	7.60%	7.50%	7.00%	6.50%	6.40%	6.40%	6.40%	6.40%	6.40%	6.40%
Costo de la Deuda	12.60%	12.50%	12.00%	11.50%	11.40%	11.40%	11.40%	11.40%	11.40%	11.40%
COSTO PROMEDIO DEL CAPITAL	11.84%	11.95%	11.96%	11.95%	11.96%	11.97%	11.99%	12.00%	12.02%	12.03%

VALORACION DE LA EMPRESA

	FLUJO DE CAJA FINANCIERO	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
(+)	VENTAS NETAS	57,853	61,787	64,999	68,379	71,935	75,676	79,611	83,751	88,106	92,687
(-)	COSTO DE VENTAS	47,589	51,607	54,454	56,883	60,063	63,179	66,387	69,896	73,519	77,329
	Margen Bruto	10,264	10,179	10,546	11,497	11,872	12,497	13,224	13,855	14,587	15,358
(-)	GASTOS GENERALES, ADMON Y VENTAS	3,523	3,732	3,868	3,982	4,178	4,419	4,614	4,812	5,027	5,267
	UTILIDAD OPERACIONAL	6,741	6,447	6,678	7,514	7,695	8,078	8,610	9,043	9,560	10,091
(-)	Efecto Neto de ajustes por inflación	953	1,150	1,313	1,443	1,695	1,940	2,193	2,462	2,744	3,039
	UTILIDAD ANTES IN TS e IMP TOS (EBIT)	5,787	5,298	5,365	6,071	5,999	6,138	6,417	6,581	6,816	7,052
(-)	IMPUESTOS	2,228	2,040	2,066	2,337	2,310	2,363	2,471	2,534	2,624	2,715
	Utilidad Antes Interes despues de Impuestos	3,559	3,258	3,300	3,734	3,690	3,775	3,947	4,047	4,192	4,337
(+)	DEPRECIACION	1,632	1,525	1,418	1,315	1,216	1,124	1,039	960	888	821
(+)	AMORTIZACION	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Flujo de Caja de las Operaciones	2,881	2,883	3,194	3,862	4,169	4,591	5,101	5,549	6,048	6,556
(-)	INVERSIONES NETAS	516	776	621	665	558	511	439	386	331	281
(-)	CAMBIO NETO EN EL CAPITAL DE TRABAJO	(926)	(1,269)	(983)	(478)	(1,239)	(1,726)	(1,258)	(1,325)	(1,394)	(1,620)
	Flujo de Caja Libre para la Firma	3,291	3,377	3,556	3,675	4,850	5,805	5,919	6,487	7,112	7,894
	VALOR TERMINAL										82,076
	Total Flujo de Caja para Descontar	3,291	3,377	3,556	3,675	4,850	5,805	5,919	6,487	7,112	7,894
	VALOR PRESENTE NETO DEL FLUJO DE CAJA	2,943	2,694	2,534	2,340	2,758	2,945	2,679	2,620	2,561	2,535
	VALOR PRESENTE NETO TOTAL	26,610									
	VALOR TERMINAL	26,360									
	VALOR DE LA FIRMA	52,969									
	VALOR DE LA DEUDA	6,770									
	FLUJO DE CAJA NETO PARA EL ACCIONISTA	46,200									
	NUMERO DE ACCIONES AL 31 DE DICIEMBRE DE 2004	90,460,371									
	VALOR DE LA ACCIÓN EN PESOS	511									

10 Bibliografía

Estados financieros e informes de gestión de la Compañía de los años 2001, 2002, 2003 y 2004 con sus correspondientes notas explicativas.

<http://www.supervalores.gov.co/>, Superintendencia de Valores de Colombia

<http://www.bvc.com.co/>, Bolsa de Valores de Colombia

<http://www.banrep.org/>, Banco de la Republica

<http://www.fedesarrollo.org/>, Fedesarrollo

<http://www.anif.org/>, Asociación Nacional de Instituciones Financieras ANIF

http://www.coinvertir.org/html/i_portals/index.php, Coinvertir

<http://www.dnp.gov.co/>, Departamento Nacional de Planeación

<http://www.atimes.com>, Asia Times Online

<http://www.presidencia.gov>, Presidencia de la Republica de Colombia

<http://www.dane.gov.co/>, Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas

<http://www.confecamaras.org.co>, Confederacion de Camaras de Comercio de Colombia

<http://www.amcham.org.pe>, American Chamber of Commerce of Peru

<http://www.textilespanamericanos.com>, Revista Textiles Panamericanos.

Rubio Valencia Fernando, Monografía No. 66, Universidad de los Andes Agosto de 2002, Burkenroad Reports, informes financieros y planes de negocios en Latinoamérica

Revistas Semana, Dinero, BusinessWeek, The Economist, La Nota Económica, The New York Times, The Wall Street Journal, Time, El Tiempo, El Espectador, El Colombiano.