



Mayo, 2005

Reportes Financieros
Burkenroad Latinoamérica (Colombia)

CARTON DE COLOMBIA

Analistas:

Alarcón Raul
Gómez Fredy
Rojas Freddy

Tutor:

José María del Castillo

Diciembre 30, 2004¹

Información General

Razón Social: Cartón de Colombia S.A.

NIT: 890.300.406-3

Sector Económico: Papel, Cartón y Empaques o Papel y Pulpa de Papel

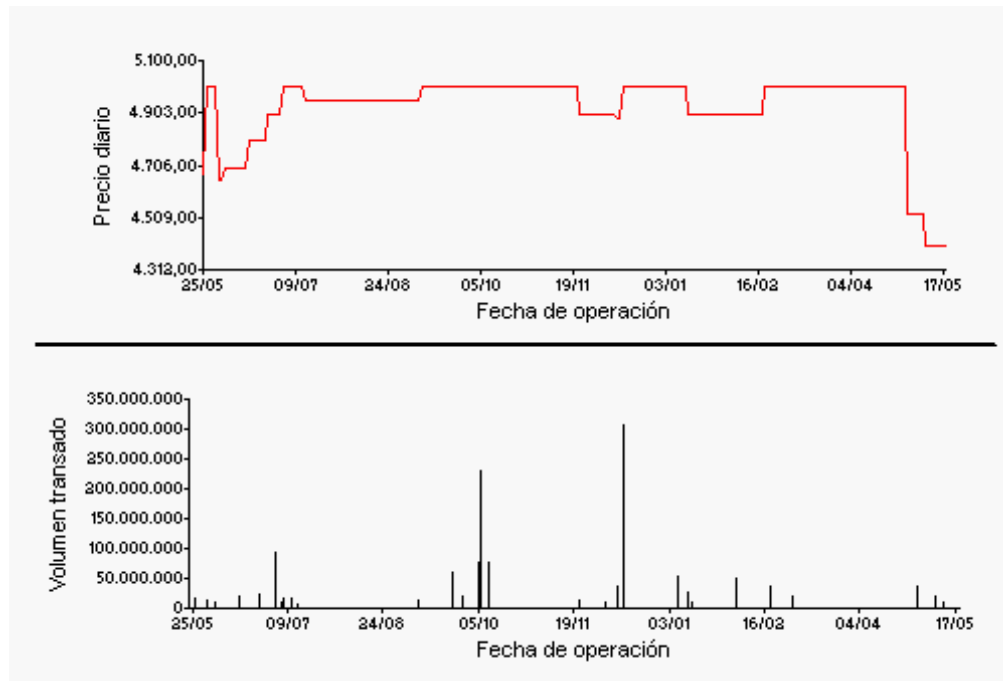
Número de empresas en el sector: 62

Dirección: CL 15 18 109

Ciudad: Yumbo

Teléfonos: 6914000 Fax: 6914128

COMPORTAMIENTO DE LA ACCIÓN²



Fuente: BVC

PRECIOS

PROMEDIO PONDERADO	MAX	MIN	Vr. PATRIMONIAL
11/05/2005	27/04/2005	06/05/2005	31/12/2004
4.400,00	5.000,00	4.400,00	10.499,75

¹ Todos los datos hacen referencia a la fecha de partida de las proyecciones, al ser ésta la última información anual publicada. En caso de lo contrario se menciona.

² Tomado de www.supervalores.gov.co

SUSPENSIONES

TEMPORAL		LIBERACION	
OFERTA	DEMANDA	OFERTA	DEMANDA
N.A	N.A	N.A	N.A

INDICADORES FINANCIEROS

Q-TOBIN	RPG	LIQ. BURSATIL	IBA
11/05/2005	11/05/2005	11/05/2005	30/04/2005
0,42	11,70	0,0%	BAJA : 5,1490

INDICE

1.	RESUMEN EMPRESARIAL.....	5
1.1.	Estructura, tipo de propiedad e Historia de la Compañía	5
2.	PRODUCTOS Y SERVICIOS	7
2.1.	Descripción de productos.....	7
2.2.	Infraestructura y Tecnología.....	9
3.	RESUMEN DEL ANÁLISIS DEL MERCADO.....	10
3.1.	Segmentación Del Mercado.....	10
3.2.	Análisis de la Industria.....	11
3.2.1.	Participantes de la Industria.....	11
3.2.2.	Patrones de Distribución.....	11
3.2.3.	Patrones de Compra y Competencia.....	12
3.2.4.	Competidores Principales.....	14
4.	RESUMEN ADMINISTRATIVO	14
5.	EVALUACIÓN SOCIOECONÓMICA	16
6.	ANÁLISIS DE RIESGOS.....	19
6.1.	Situación económica del entorno.....	19
6.2.	Situación del Sector.....	20
6.2.1.	Producción y Ventas	20
6.2.2.	Endeudamiento.....	20
6.2.3.	Eficiencia y Rentabilidad.....	21
6.3.	Aspectos Legales	21
6.4.	Aspectos Internos de la Empresa.....	22
7.	RECOMENDACIONES DE INVERSIÓN.....	23
7.1.	Tesis de Inversión.....	23
7.2.	Resumen de Inversión.....	24
8.	PLAN FINANCIERO.....	24
8.1.	Suposiciones Generales.....	24
8.2.	Indicadores financieros claves	27
8.3.	Estados Financieros Proyectados	28
9.	ANEXOS.....	29
9.1.	Indicadores del sector.....	29
9.2.	INDICADORES FINANCIEROS CLAVES	30
9.3.	ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO	31
9.4.	ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO PROYECTADO	32
9.5.	BALANCE GENERAL PROYECTADO	33
9.6.	Valoración de la empresa	35
10.	Bibliografía.....	36

1. RESUMEN EMPRESARIAL

1.1. Estructura, tipo de propiedad e Historia de la Compañía

Cartón de Colombia es una sociedad anónima constituida de acuerdo con las leyes colombianas el 4 de mayo de 1944, dedicada a la producción de pulpas, papeles cartones y empaques de estos materiales, como también la reforestación. La duración de Cartón de Colombia S.A. es hasta el año 2034.

Historia: El 4 de mayo de 1944 en Medellín, se constituyó la sociedad Cartón de Colombia S.A., que iniciaría en el país la producción de tubos, cartón corrugado y cajas plegadizas con materias primas importadas. El capital lo aportaron en un 50% el accionista extranjero Cartón Internacional S.A., filial de Container Corporation of América, y el 50% restante un grupo de personas y empresas colombianas.

Prontamente la sociedad adquirió los terrenos de Puerto Isaacs, Yumbo, Valle del Cauca y estableció allí su primera fábrica, y en octubre de 1946, por primera vez en el país se manufacturaron cajas corrugadas, plegadizas y tubos. En 1947 la Compañía introdujo la cultura del reciclaje en el país, y empezó a producir cartón a partir de papel nacional reciclado y fibras vírgenes importadas. Hoy, es el primer productor nacional de papel y empaques y la materia prima es fibra virgen de pino y eucalipto, provenientes de sus propios bosques cultivados. Desde 1949, la Empresa inició la fase experimental de producción de pulpa con plantas coníferas y en 1959, revolucionó el proceso al convertirse en la primera Empresa nacional en fabricar, a escala comercial, pulpa para papel, tomando como base maderas duras. Esto la llevó a establecer en 1968 el programa de reforestación, con la aplicación de la investigación genética para el mejoramiento y adaptación de especies a los suelos y climas colombianos. En la década de los años cincuenta se inició la descentralización de la Empresa y en 1958 comenzaron a fabricar cajas corrugadas en las recién inauguradas plantas de Bogotá, Medellín y Barranquilla. En los años siguientes se instalaron los nuevos molinos para producción de cartón y papeles blancos, las fábricas para producción de pulpa kraft y sacos, la planta de blanqueo de pulpa –primera en el mundo para blanquear maderas tropicales- y la planta de pulpa termomecánica. Hoy, Smurfit Cartón de Colombia pertenece en un 30% a inversionistas colombianos y en un 70% al Grupo Smurfit, uno de los más grandes productores de empaques de papel y reciclaje en el mundo.³

Estructura de capital: El capital autorizado es de 200,000,000 de acciones de valor nominal de \$0.50 cada una, suscritas y pagadas 112,094,138; acciones readquiridas 4,378,088 para un total de acciones en circulación de 107,716,050. A 31 de diciembre de 2004 y 2003, el capital suscrito y pagado incluye \$11,000,000 ó 19.7%, por la capitalización de la cuenta de revalorización del patrimonio, mediante la distribución de dividendos en acciones. Con corte al 31 de diciembre de 2004 el valor de las cuentas patrimoniales de la Compañía fue:

³ www.smurfit.com.co

Cifras en millones de pesos

Capital suscrito y pagado	\$ 56
Prima en colocación de acciones	50,369
Reservas	116,521
Acciones propias readquiridas	(10,654)
Revalorización del patrimonio	176,305
Utilidad neta del ejercicio	40,518
Superávit por valorizaciones	<u>757,876</u>
Total	<u>1,130,991</u>

Actualmente la empresa cuenta con las siguientes subordinadas:

	Domicilio	Constitución	Duración
Celulosa y Papel de Colombia S.A.	Cali	1963	2047
Reforestadora Andina S.A.	Cali	1979	2069
Reforestadora del Cauca S. A.	Popayán	1968	2058
Transbosnal S. A.	Yumbo – Valle	1985	2028
Smurfit Ecuador	Quito	1994	indeterminada

Todas las subordinadas se dedican a las actividades de reforestación, a la prestación de servicios especializados en el área forestal y otras actividades.

Infraestructura de la Compañía: SCC cuenta con instalaciones en las cuatro ciudades principales de Colombia. Sus plantas de producción están localizadas en las siguientes direcciones:

- BARRANQUILLA
 Molino
 Vía 40 # 85-965 Las Flores
 A.A. 1826
 PBX: 3789505

 Corrugado
 Vía 40 # 62-112
 Tel: 3688300
- MEDELLIN
 Cl. 17 # 43F-316
 A.A. 1179
 Tel: 2666464

- BOGOTA
Avenida la Américas # 56-41
A.A. 4584
Tel: 4254500

- CALI
Planta Puerto Isaacs
Cil. 15 # 18-109 Yumbo
A.A. 219
Tel: 6914000

2. PRODUCTOS Y SERVICIOS

2.1. Descripción de productos

Smurfit Cartón de Colombia produce pulpa, papel y cartón con madera de bosques cultivados, que proporcionan a los empaques las propiedades requeridas por sus clientes para obtener un óptimo desempeño.

La Empresa fabrica y comercializa papeles blancos para impresión, escritura y publicaciones, cartulinas esmaltadas y no esmaltadas, cartones, especialidades y papeles kraft para la fabricación de cajas corrugadas y sacos multipliegos.

Los productos se comercializan en Colombia en las principales ciudades, y cuenta con presencia en varios países de Latinoamérica a través de una amplia red de agentes comerciales.

Smurfit Cartón de Colombia garantiza a sus clientes entregas oportunas de productos, respaldados con el compromiso de mejoramiento continuo y aseguramiento de calidad en empaques, amparado para su satisfacción bajo normas internacionales ISO 9001-2000 y con servicio técnico de post-venta.

Los Representantes de Ventas asesoran a los clientes en la mejor solución de empaques y por tanto su labor consiste en analizar todo el proceso de ellos desde el diseño, protección, almacenamiento, transporte, exhibición, y recolección de las fibras recicladas.

Su conocimiento derivado de más de 60 años de experiencia en Colombia, y el hecho de hacer parte de una de las empresas más grandes del mundo en la fabricación de empaques de papel y cartón, le permite ofrecer los más innovadores diseños de empaque, con la más avanzada tecnología para hacerlos cada vez más competitivos en el mercado internacional.

Smurfit Cartón de Colombia, presenta una amplia gama de papeles elaborados por la Compañía así:

Papeles para corrugar: Producidos para lograr el mejor desempeño final de los empaques. Se ofrece en las siguientes presentaciones: Liner y Corrugado medio, producido con fibra virgen o reciclada, natural o blanco y Microcanal (micro corrugado)

Papel para fabricación de sacos: Elaborado a partir de fibras largas de plantaciones de pino, que ofrecen alta resistencia al rasgado. Los tipos de papel disponibles son: Extensible, Semi-extensible y Plano.

Cartulinas: Producidas con fibras vírgenes y recicladas, para un óptimo desempeño en los procesos de conversión, impresión, troquelado y pegado. Las ofrecen Recubiertas y No Recubiertas. Se utilizan para la fabricación de empaques o cajas plegadizas, para productos farmacéuticos, alimentos procesados, aseo personal, confecciones, calzado, cosméticos, entre otros. La casi totalidad de estos empaques son impresos y se utilizan como elemento promocional en puntos de venta. Todas las cartulinas se fabrican en calibre 0.30 mm; 0.36 mm; 0.40 mm; 0.48 mm y 0.58 mm. Los rollos de Cartulinas se ofrecen con las siguientes especificaciones:

- Diámetro 100 a 145 cms.
- Ejes 3,4,10 y 12 pulgadas
- Ancho de rollos hasta 210 cms

Papeles para impresión y escritura: Papeles alcalinos fabricados con fibra de eucalipto libre de cloro y tecnología de punta, con los estándares de calidad requerida en formación, blancura, lisura, opacidad, rigidez, estabilidad y resistencia. Utilizados para diferentes tipos de impresión: Flexográfica – Láser – Screen– Fotocopias – Impresión Digital – Ink jet – Bond – Libros – Offset – Cuadernos –Valores y Formas Continuas.

Se ofrecen en diferentes formatos:

- Res millas (tamaño carta, oficio, A-4 y Legal)
- Res mas 70 X 100 cms
- Rollos para planos
- Microperforado

Cajas Corrugadas: La Compañía dispone de una amplia gama de combinaciones de papeles para corrugar en pared sencilla y doble, que les permite diseñar y fabricar soluciones de empaque más eficientes para proteger, almacenar, transportar y exhibir los productos de sus clientes.

La Compañía ofrece empaques para los siguientes usos:

- Productos industriales
- Cajas para mercado doméstico y de exportación
- Cajas para empaque mecanizado
- Cajas para exhibición en puntos de venta
- Cajas para el sector Agro: Banano - Flores - Agropak (genérica y especializada para frutas y hortalizas)
- Cajas Standard – genéricas (para archivo, trasteo, almacenamiento y correo)
- Cajas para alimentos
- Cajas especiales

- Wetbox (para productos con alto contenido de humedad, congelados, derivados lácteos, hortalizas, embutidos y pollo, y productos institucionales)
- Cajas multiparedes –octagonal para contenido de gran capacidad
- Bag-in-box (para café, vino, jugos, gaseosas, leche)

Sacos Multicapa: Con madera de fibra larga proveniente de los bosques de pinos tropicales de propiedad de la Compañía, producen papeles con resistencia a reventarse y rasgarse, comparables a las mejores del mundo. Con base en estos papeles, diseñan y fabrican sacos de excelente desempeño en los cuales sus clientes empaquetan cemento, azúcar, concentrados para animales, harina, resinas plásticas, entre otros. El conocimiento de la Compañía, derivado de más de 50 años de experiencia en Colombia y el hecho de hacer parte de la empresa más grande del mundo en la fabricación de empaques de papel y cartón, les permite ofrecer a sus clientes asesoría en diseños y tecnología de avanzada en sus necesidades de empaques.

La Compañía ofrece los siguientes tipos de sacos multipliegos para uso industrial:

- Plegados valvulados
- Fondo pegado boca abierta
- Pegados doble fold, boca abierta
- Cosidos.

Estibas de Corrugado (pallets)-Laminas separadoras para botellas de vidrio y plástico-Particiones-Divisiones-Sigle Face para protección de superficies (construcción-pintura)

2.2. Infraestructura y Tecnología

SCC tiene una capacidad instalada de 250.000 toneladas al año de papel y cartón, 40.000 hectáreas de plantaciones forestales y 20.000 hectáreas de bosques naturales protegidos.

SCC cuenta con desarrollos tecnológicos en los procesos de producción de pulpas.

SCC inició la producción de pulpas a finales de los años 50's, utilizando como materia prima maderas provenientes de bosques tropicales las cuales, a pesar de ser una buena fuente de fibra, presentaban una gran variación en la calidad. Debido a esto el control de los procesos de producción era bastante complejo y el impacto ambiental era significativo. Con el fin de poder continuar la producción Smurfit debería lograr la creación de bosques competitivos en calidad y costos, en cantidad suficiente para poder abastecer cartón, papel y empaques a los mercados de la empresa. Para ello fue necesario afrontar los siguientes retos:

1. Encontrar especies susceptibles de ser cultivadas principalmente en la zona Andina, en suelos que aunque eran principalmente forestales, estaban sometidos a otro tipo de usos.
2. Que las especies fueran de mejor calidad y permitieran la incorporación de técnicas más eficientes, además de que los suelos fueran lo suficientemente fértiles para mejorar la cantidad de plantaciones por área de superficie.
3. Que el área encontrada fuera lo suficientemente grande para permitir un crecimiento en el futuro si fuera necesario.

Con este propósito en mente la empresa realizó innumerables pruebas de adaptación de especies maderables locales hasta que logró con varias de ellas, adaptabilidad a las condiciones ecológicas de las diferentes regiones y que producían fibras competitivas en calidad y costo.

Pero no les basto con esto. Además se pusieron la tarea de mejorarlas utilizando tecnologías muy avanzadas que no estaban disponibles en Colombia en ese momento para el área forestal y para ello, se asesoró de expertos de reconocida experiencia que por años guiaron el esfuerzo de la empresa, minimizando los errores y las pérdidas de tiempo en un proceso tan complejo y de tan largo plazo.

Hoy en día se reproducen los eucaliptos mediante un sistema de clonación, produciéndose bosques de muy rápido crecimiento, que utilizan eficientemente los terrenos y producen fibras con unas características excelentes, y además con una variabilidad muy baja en sus atributos, ya que son el producto de un proceso que se ha mantenido bajo rígidos parámetros de control. Estas técnicas permiten producir en el país, en forma competitiva a nivel mundial, las fibras requeridas para la fabricación de pulpas y papeles, mediante bosques industriales de rápido crecimiento que hacen un uso eficiente de los recursos naturales, logrando la mayor productividad por hectárea cultivada. Esta pulpa es utilizado por la compañía como insumo para sus procesos productivos.

En el futuro, los adelantos científicos en la reproducción clonal de eucaliptos, permitirán llegar a producir madera para la producción de pulpas con las características ideales, adaptadas a nuestros suelos, aumentando aún más la eficiencia en el uso de los recursos naturales.

De esta manera SCC cuenta con unos procesos productivos muy eficientes que han venido mejorando con el tiempo. Al igual que la industria constantemente están innovando para mejorar su productividad y seguir siendo competitivos en el mercado.

3. RESUMEN DEL ANÁLISIS DEL MERCADO

3.1. Segmentación Del Mercado

Como ya sabemos los principales productos de SCC son papel y empaques (corrugados y sacos). Los corrugados son cajas de cartón para el empaque de productos, mercado que lo constituye alrededor de 350 diferentes clientes de las industrias de flores, aceites y alimentos. La producción de sacos de papel está dirigida al mercado de las cementeras y las azucareras; la cartulina es el papel utilizado para las pastas de libros o cajas de productos de uso específico como medicinas o zapatos.

De acuerdo con los estados financieros, las ventas al exterior de la Compañía han representado un 23.05%, 22.70% y 20.58% de las ventas totales para los años 2004, 2003 y 2002, respectivamente.

De acuerdo con información disponible del año 2002, la exportación de sus productos se distribuye de la siguiente manera:

Corrugados 15.58%

Sacos 15.98%
Cartulina 2.28%
Papel Imprenta 66.15%

3.2. Análisis de la Industria

3.2.1. Participantes de la Industria.

La organización empresarial de la industria del papel en Colombia está concentrada en pocas empresas, con elevadas economías de escala e intensivas en capital. Dentro de las empresas que sobresalen por su nivel de activos están: Cartón Colombia, Colombiana Kimberly, Propal, Productos Familia, Cartones América y Papeles Nacionales, entre otras.

La cadena productiva de pulpa, papel e industria gráfica comprende desde la producción de la pulpa química elaborada a partir de la madera o el bagazo de caña, hasta la producción de papel y la producción de imprentas y editoriales.

En Colombia esta cadena tiene una importante participación en la generación de empleo y en la producción industrial: 7% y 7,2%, respectivamente. A nivel mundial, la capacidad instalada para la producción de pulpa, papel y cartón se ha concentrado en economías industrializadas como Estados Unidos, Japón, Canadá, Suecia, Finlandia y Francia con 70% de la producción mundial. En términos de producción de pasta de madera para papel y cartón estos mismos países contribuyen con 71% y en la producción de papeles y cartones, que incluye papel periódico, papeles de escritura e impresión y otros papeles y cartones, participan con 70% de la capacidad instalada.

La capacidad instalada de la producción mundial de papel se utiliza para la producción de papel para periódico (11%), la fabricación de papeles para escritura e impresión (33%) y la producción de otros papeles (56%). Este último incluye la producción de papel y cartón para empaque (80%) y la producción de papel higiénico (12%).

En 2001, la participación de los países latinoamericanos en la producción mundial de pulpa fue de 6,8% y en la producción mundial de papel y cartón de 5%. De este último porcentaje, 50% es producido por Brasil y 20% por México, lo cual los convierte en los dos principales productores latinoamericanos de papel y cartón. Colombia es el quinto productor, con una participación de 5% en el total latinoamericano y 0,24% en el total mundial.⁴

El anexo 1 de este estudio muestra el comportamiento del sector y el ranking de las empresas de acuerdo con su nivel de ventas.

3.2.2. Patrones de Distribución

Para la distribución de sus productos SCC trabaja con empresas subcontratistas que se encargan de toda la logística de la empresa. Esto puede ser una ventaja en este tipo de industria porque les permite concentrarse en el área productiva y se ahorran muchos costos administrativos implícitos en una posible integración vertical.

⁴ Análisis de la cadena productiva de la industria de la pulpa, papel e industria gráfica, www.dnp.gov.co

En el sector de Papel, Cartón y Empaques, el gran número de empresas hace que exista una gran distribución. En ventas para el año 2003, las primeras 10 empresas suman el 70 por ciento del mercado, siendo Cartón de Colombia S.A. la primera empresa con el 15.2%.

3.2.3. Patrones de Compra y Competencia

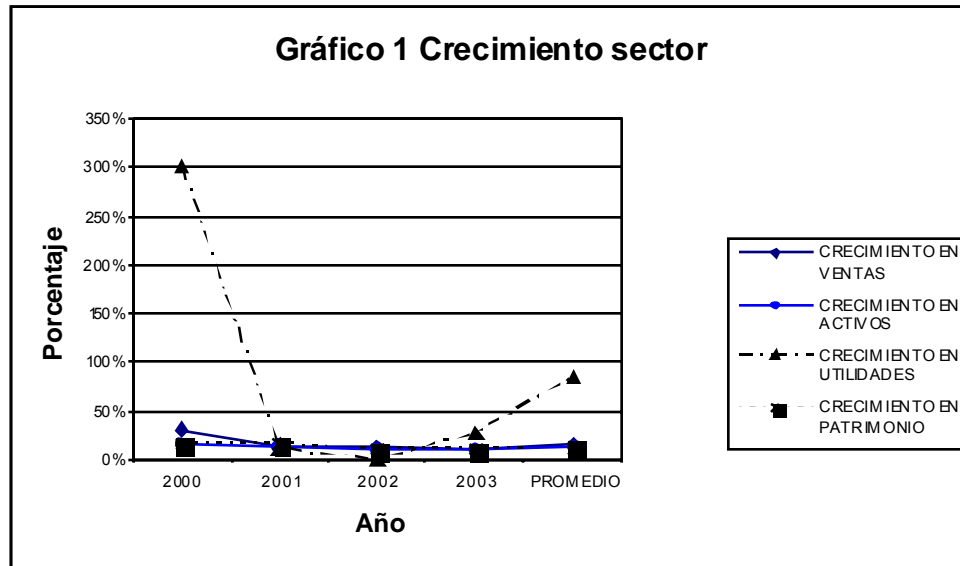
En 1998 con unos procesos altamente tecnológicos, SCC, se convierte en la primera planta en América Latina en producir pulpa y papeles blancos, con fibra de eucalipto, 100% libre de cloro. Con este proceso se la empresa obtienen unas ventajas competitivas en términos de calidad además de minimizar el impacto ambiental por la disminución de desperdicios de cloro y emisión de gases tóxicos.

SCC es la única productora de papel que tiene acceso a reservas forestales lo cual le permite obtener un 80% de la materia prima con base en pulpa y solo un 20% a consta de reciclaje de desperdicios. Elaborar los productos con un porcentaje tan alto de pulpa le permite a la compañía ofrecer productos de mejor calidad que la competencia.

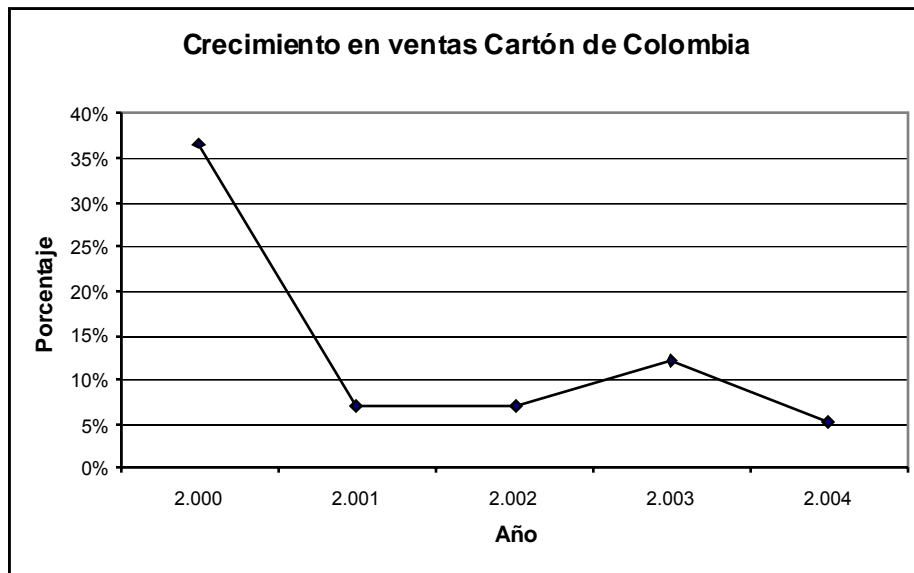
SCC es el único productor nacional pues las demás compañías del sector, incluyendo su subsidiaria Papelsa, abastecen mercados regionales.

Esta industria cuenta con una gran barrera de entrada, que hace que las empresas existentes se afiancen más en el mercado sin preocuparse por la constante entrada y salida de competidoras. Esta barrera es la inmensa inversión inicial que deben realizar debido al alto grado tecnológico y de automatización con el que cuenta esta industria. De esta manera su estrategia debe estar centrada en obtener mayor diferenciación con sus actuales competidores para así poder acaparar mayor parte del mercado.

Evolución del sector: En cuanto a crecimiento en ventas, el sector ha tenido un desempeño muy favorable con una tasa promedio de crecimiento entre los años 2000 – 2003 de 16.93%. Pero aún más favorable fue el incremento en utilidades que para dicho periodo presentó un promedio de 84.82% (dado principalmente por un crecimiento atípico en el año 2000 de 300%) y en cuanto a crecimiento de activos y patrimonio el sector tuvo unos promedios de 12.15% y 13.21% respectivamente.



Fuente: BPR



Las ventas totales de Cartón de Colombia han tenido un crecimiento porcentual desde el año 2000 hasta el 2004, sin embargo dicho incremento fue mayor en el año 2000, menor pero constante para los años 2001 y 2002, ligeramente superior en el año 2003 (comparado con los dos años anteriores) y el incremento más bajo se presentó en el 2004, posiblemente debido al efecto de la revaluación.

Las ventas en el exterior de la Compañía en los últimos años han tenido un comportamiento inestable como se presenta a continuación:

Año	% Crecimiento
2000	-3.85%
2001	46.68%
2002	-12.22%
2003	32.89%
2004	-32.97%

Estas ventas se han visto afectadas de una manera importante por la revaluación de los años 2003 y 2004.

Las empresas del sector muestran una tendencia decreciente en la tasa de endeudamiento. Al finalizar el 2003 este indicador del sector se ubicó en un 33.54%.

En cuanto a indicadores de rentabilidad, el sector durante el año 2003 obtuvo las tasas más altas de los últimos cuatro años (2000 – 2003) así:

Rentabilidad sobre ventas	5.08%
Rentabilidad sobre activos	2.83%
Rentabilidad sobre patrimonio	4.27%

3.2.4. Competidores Principales

Los competidores principales de la empresa se ven en el anexo 1.

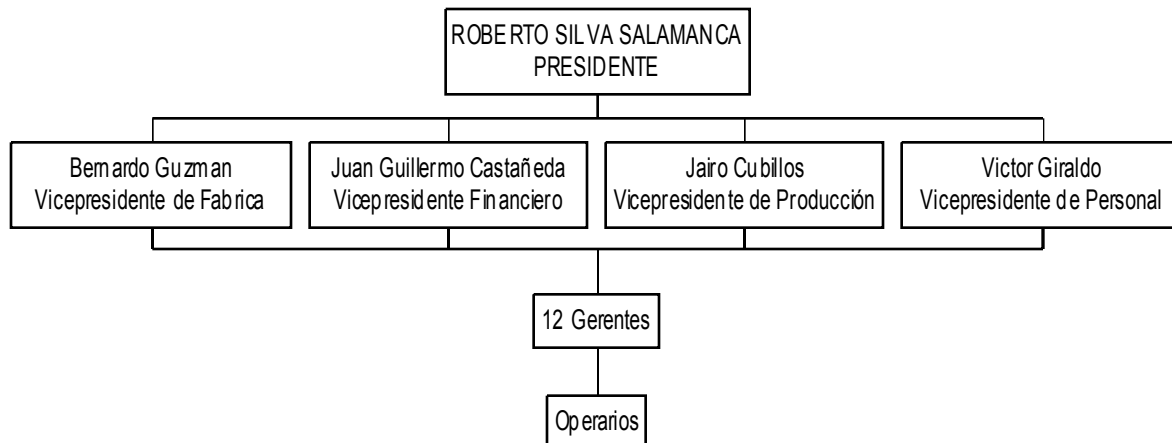
De acuerdo con las ventas en el año 2003, la empresa se ubica en el primer lugar así:

COMPAÑÍA	PARTICIP.
CARTON DE COLOMBIA S.A.	15.2%
PRODUCTORA DE PAPELES S.A. PROPAL	14.8%
COLOMBIANA KIMBERLY COLPAPEL S. A.	12.0%
BICO INTERNACIONAL S. A.	5.2%
PAPELES NACIONALES S.A.	4.4%
PAPELES DEL CAUCA S A	4.1%
FESA S.A.	4.0%
FAMILIA DEL PACIFICO LIMITADA	3.9%
CARTONES AMERICA S A	3.7%
CARVAJAL EMPAQUES S.A.	3.1%

Igualmente se puede observar que por el nivel de ventas sus principales competidores son Productora de Papeles S.A. y Colombiana Kimberly Colpapel S.A.

4. RESUMEN ADMINISTRATIVO

La empresa SCC tiene una estructura organizacional vertical, como se muestra a continuación.



De acuerdo con la información enviada por la Compañía a la Superintendencia de valores, los órganos de administración son:

REPRESENTANTES LEGALES

TIPO DE IDENTIFICACION	NUMERO	NOMBRE	TIPO - CARGO	INICIA	FINALIZA
CEDULA DE CIUDADANIA	17119592	ROBERTO SILVA SALAMANCA	PRINCIPAL	05/12/2000	N/A
CEDULA DE CIUDADANIA	8225381	VICTOR GIRALDO TORO	SUPLENTE	05/12/2000	N/A
CEDULA DE CIUDADANIA	14993610	BERNARDO GUZMAN REYES	SEGUNDO SUPLENTE	05/12/2000	N/A

CONTADORES

TIPO DE IDENTIFICACION	NUMERO	NOMBRE	INICIA	FINALIZA
CEDULA DE CIUDADANIA	14993861	ALEJANDRO ORTIZ IBARRA	13/03/2000	N/A

REVISORES FISCALES

TIPO DE IDENTIFICACION	NUMERO	NOMBRE	TIPO - CARGO	INICIA	FINALIZA
CEDULA DE CIUDADANIA	35405459	VILMA CECILIA MURCIA CARRILLO	PRINCIPAL	01/10/2003	N/A
CEDULA DE CIUDADANIA	66723194	MARIA DEL PILAR GARCIA BUITRAGO	SUPLENTE	01/10/2003	N/A

JUNTA DIRECTIVA

TIPO DE IDENTIFICACION	NUMERO	NOMBRE	TIPO - CARGO	INICIA	FINALIZA
CEDULA DE CIUDADANIA	17119592	ROBERTO SILVA SALAMANCA	PRINCIPAL	14/03/2000	N/A
CEDULA DE EXTRAJERIA	111930	GARRY MCGANIN	PRINCIPAL	14/03/2000	N/A

5. EVALUACIÓN SOCIOECONÓMICA

El compromiso que tiene Cartón de Colombia con sus trabajadores, medio ambiente y sociedad, se ve reflejado en su visión, la cual indica que:

“

Smurfit Cartón de Colombia quiere ser reconocida en la industria del papel y el empaque como:

- *La Primera Opción del Cliente: queremos que cuando el cliente necesite productos o servicios de nuestro sector piense primero en nuestra Compañía, y nos brinde la oportunidad de satisfacerlo.*

Aprovechamos las fortalezas que poseemos para proveer al cliente lo que él considera valor, convirtiéndonos en sus socios y aliados. Para quienes trabajamos en la Compañía, los clientes internos y externos son nuestro mayor reto y nuestra mejor oportunidad. Al satisfacer sus necesidades y expectativas, respondemos a lo que esperan de nosotros.

- *El Mejor Sitio para Trabajar: significa ofrecer a quienes formamos parte de la Empresa, las oportunidades necesarias para desarrollarse integralmente como personas y trabajadores.*

Trabajamos con personas con disposición y compromiso, creativas y de iniciativa. Personas capaces de adoptar nuevos procesos tecnológicos y prácticas administrativas; cuestionadores, con sensibilidad social y receptividad hacia los clientes internos y externos, y comprometidos con objetivos desafiantes que nos permiten desarrollar un gran potencial.

Formar parte de la mejor Empresa facilita el logro de metas personales y profesionales, motivadoras de nuevas opciones y oportunidades. Ellas nos preparan para desarrollar la capacidad de aprender, trabajar en equipo y buscar cada vez mejores resultados, con lo cual alcanzamos mejor calidad de vida, oportunidades y los medios para desarrollar nuevas habilidades.

- *Líder en Desarrollo Sostenible: Significa el compromiso de realizar todas nuestras acciones buscando asegurar que las generaciones futuras tengan por lo menos los mismos recursos que las de hoy, pero con un mejor nivel en su calidad de vida.*

Hemos asumido nuestro compromiso de Responsabilidad Social Empresarial, convencidos del papel que nos corresponde como miembros activos de nuestras comunidades.

Para conseguirlo trabajamos con acciones que ejercen un impacto positivo y responsable sobre el desarrollo económico, el desarrollo social y la ecoeficiencia, reduciendo todo tipo de desperdicio y haciendo las cosas cada vez mejor.

Lograr este liderazgo constituye una prioridad para quienes formamos parte de la Empresa. Si somos cada vez más competitivos empleamos mejor los recursos

naturales, los conservamos y contribuimos a respetar y mejorar el medio ambiente. Propendemos así porque nuestros hijos tengan un presente y un futuro en el cual el respeto por la naturaleza y los seres vivos sea un modo natural de vida.

- *La Primera Opción para Invertir: Significa posicionarnos en un nivel superior dentro de las posibilidades que ofrece la industria papelera en el mundo, satisfaciendo las expectativas de nuestros inversionistas con excelentes resultados financieros y operacionales.*

Como Compañía rentable buscamos desarrollar nuevos proyectos y abrirnos a otros mercados, manteniendo permanentemente altos estándares en calidad y oportunidad. Como trabajadores compartimos esos resultados a través de un trabajo bien remunerado y las acciones que poseemos, compartiendo esos beneficios con nuestras familias, clientes, proveedores y Colombia en general.

”

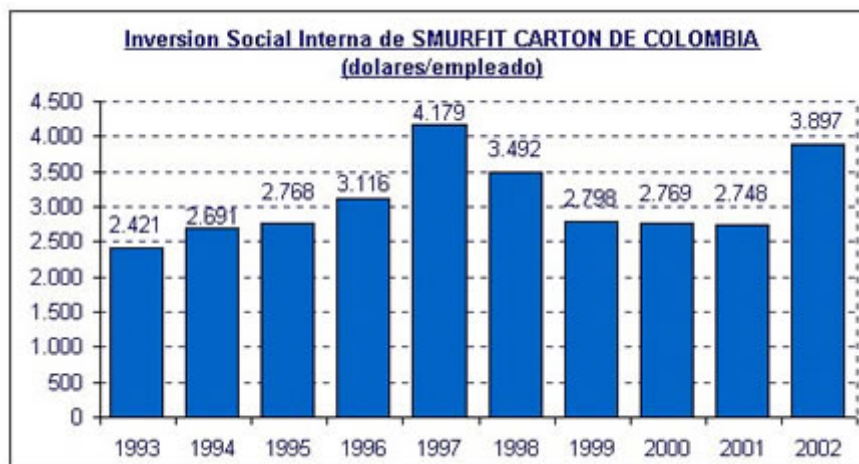
De acuerdo con información obtenida de la página web del consejo empresarial colombiano para el desarrollo sostenible⁵:

“

La actividad empresarial es un poderoso agente de cambio social, tanto al interior de la empresa como en su relación con la comunidad.

Al Interior de la Empresa

Por cada empleo directo la Compañía realiza una inversión social que cubre vivienda, educación, recreación, préstamos de vehículo, préstamos de calamidad doméstica, transporte, alimentación y servicios de comunicación e información. En 1993 dicha inversión era de U\$ 2.421 dólares corrientes por empleo directo. En el 2002 la inversión fue de U\$ 3897 dólares corrientes



⁵ www.cecodes.org.co/indicadores/smurfit/social.htm

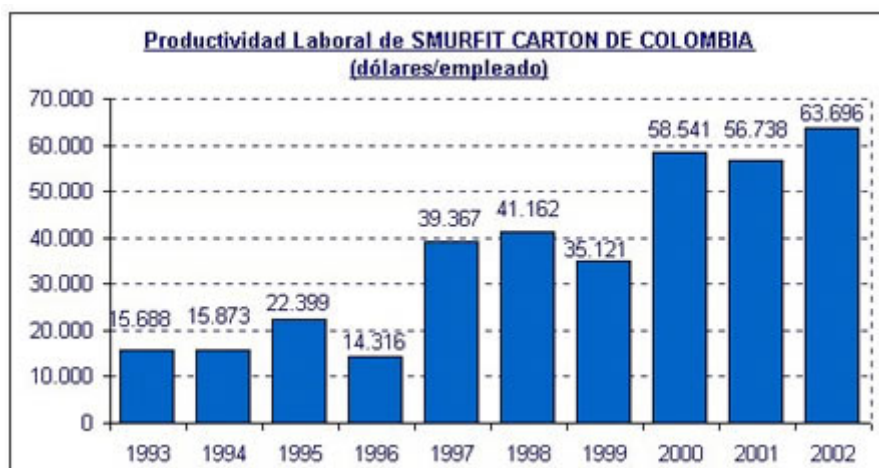
Cálculo: Sumatoria año tras año de las inversiones realizadas por SMURFIT CARTON DE COLOMBIA / Número de empleados.

Expresado como: Dólares corrientes por cada empleado directo, invertidos desde 1993 a 2002.

Nota: Se incluye la inversión realizada por SMURFIT CARTON DE COLOMBIA en sus empleados, sin incluir salarios y prestaciones. No se incluyen los empleos indirectos ni los temporales.

Productividad laboral aporte al PIB por empleado

El aporte al PIB por cada empleado directo de la Compañía, en el año 2002, fue de US\$ 63.696 dólares corrientes. en 1993 era de US\$ 15.688 dólares corrientes. Se observa un aumento importante este año, debido a los buenos resultados económicos que produjo la Compañía.



Cálculo: Aporte al PIB / número de empleos directos de SMURFIT CARTON DE COLOMBIA
Expresado como: Dólares corrientes por cada empleado directo, desde 1993 a 2002.

Inversión Social Externa

Año	1993	1994	1995	1996	1997
USD Corrientes	775.489	840.875	886.605	876.838	754.965
Año	1998	1999	2000	2001	2002
USD Corrientes	565.115	530.115	368.831	407.631	473.852

La inversión social externa de la Compañía en el 2002 fue de U\$ 473.852 dólares corrientes, que equivalen a U\$ 314.4 por cada empleado directo.

Esta inversión social externa estuvo representada en dos programas:

Los realizados por la Fundación Smurfit Cartón de Colombia, orientados a la educación a través de los ITAFS (Institutos Técnicos y Forestales) en Darién en el Valle del Cauca, Tambo y Cajibío en el Cauca, apoyo a microempresarios rurales en varios municipios de influencia de nuestras operaciones forestales, becas para los hijos de los empleados y para los mejores exalumnos de los ITAF, programa de Famiempresas y Clubes Juveniles en Yumbo (Ver informe social).

Programa educativo Proyecto Ciudadano que se adelanta en el aula de clase con 15 mil jóvenes de octavo a décimo grado, en ochenta y ocho colegios oficiales, estratos 1 a 3 de Bogotá, Medellín, Cali, Barranquilla, Pereira, Cartagena, Valledupar, Palmira y Yumbo.

El objetivo principal es capacitarlos con herramientas que les permitan actuar como personas creativas, estimulándolos a tomar parte activa en la vida democrática con trabajos concretos que ellos adelantarán en beneficio de sus comunidades. Los jóvenes aprenderán y desarrollarán conocimientos y actitudes y tomarán conciencia de la importancia de su papel protagónico para participar en la construcción de un mejor país.

“

De acuerdo con la información enviada por la Compañía a la Superintendencia de Valores de Colombia, a 31 de diciembre de 2004 la Compañía cuenta con un total de 1,459 empleados, de los cuales el 98.70% son permanentes.

6. ANÁLISIS DE RIESGOS

6.1. Situación económica del entorno

La economía colombiana después de presentar crecimientos en el PIB muy bajos durante los años 2001 y 2002 (1.4% y 1.6%, respectivamente) ha entrado en un periodo de más alto crecimiento en los años 2003 (3.7%) y 2004 (3.9%). Se espera que Colombia mantenga un nivel de crecimiento aproximadamente del 4% durante los próximos años. Este comportamiento se vió favorecido por la confianza de los empresarios y los hogares hacia la política de seguridad democrática, lo que ha permitido una mayor inversión en infraestructura tanto por parte de inversionistas nacionales como extranjeros.

Este crecimiento de la economía colombiana se ha visto igualmente muy favorecido por el crecimiento importante que han tenido sectores como la construcción y el sector financiero. A nivel externo también ha habido factores que han contribuido a la recuperación económica, tales como la recuperación observada por las economías de Estados Unidos y Venezuela , el crecimiento muy importante de la economía China y la recuperación en precio que han tenido productos como el Café, Carbón y Petróleo.

La población colombiana ha tenido un crecimiento durante los años 2003 y 2004 de 1.7%, inferior al crecimiento del PIB situación esta que favorece el consumo de las personas ya que a nivel general el PIB per cápita tendrá una recuperación mayor a la recuperación del PIB total si esta situación permanece.

Con respecto a la inflación, durante los últimos tres años ha presentado un comportamiento decreciente (7.0% en 2002, 6.5% en 2003 y 5.5% en 2004) y para los próximos años los analistas económicos pronostican decrecimientos anuales en la inflación (aunque menores proporcionalmente a los presentados en los últimos 3 años) hasta ubicarse en una inflación del 4% en el año 2009.

Por último un factor a tener en cuenta durante los próximos años es el tratado de libre comercio (TLC) y el impacto que tendrá en el comercio, consumo y producción de las empresas en Colombia.

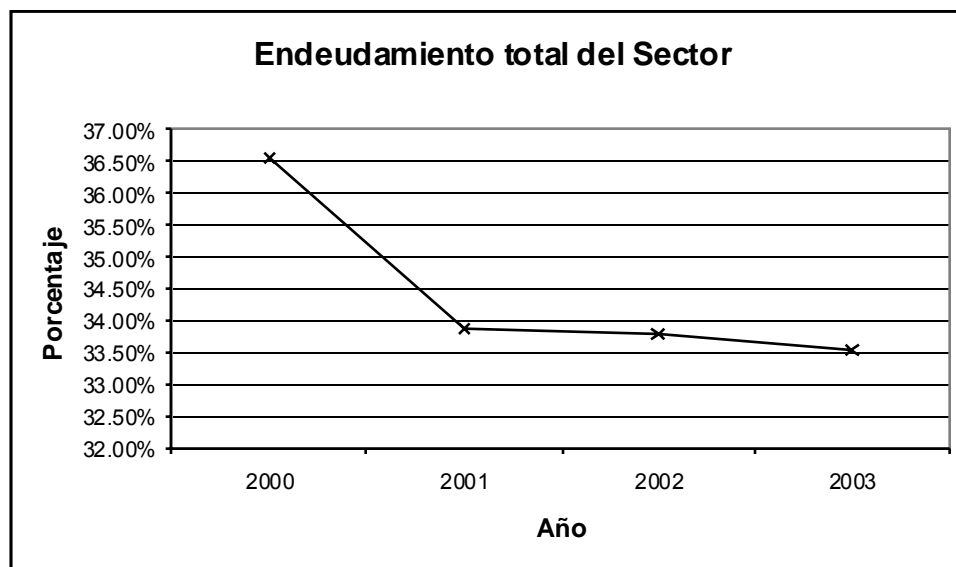
6.2. Situación del Sector

6.2.1. Producción y Ventas

En el periodo comprendido entre los años 2000 al 2003 las ventas del sector se incrementaron en promedio un 16.93%. Dicho incremento fue superior en los dos primeros años (2000 y 2001) ya que fue de 31.65% y 13.59% y en menor cuantía los años 2002 y 2003 – 11.75% y 10.72% respectivamente. A pesar de esta disminución en el crecimiento, la industria ha presentado crecimientos superiores a los crecimientos del PIB y a la inflación, por lo que en términos reales podemos concluir que ha tenido crecimiento real muy positivo.

6.2.2. Endeudamiento

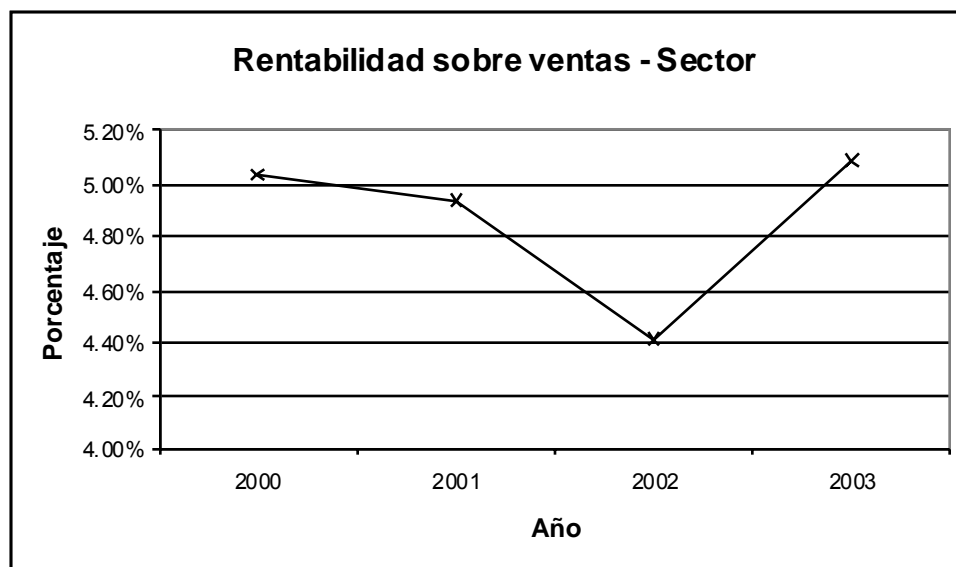
El endeudamiento total del sector ha venido decreciendo en el mismo periodo de tiempo (2000 a 2003) aunque de una manera poco significativa, al pasar del 36.58% en el año 2000 a 33.54% en el año 2003.



Fuente: BPR

6.2.3. Eficiencia y Rentabilidad

En términos generales en cuanto a indicadores de rentabilidad el sector durante el año 2003 presentó niveles muy similares a los presentados durante el año 2000. Los años 2001 y 2002 presentaron niveles inferiores. En términos generales podemos concluir que en cuanto a rentabilidad el sector no ha tenido avances significativos en el periodo de cuatro años analizado. Como un indicador típico de rentabilidad, a continuación se presenta la evolución del indicador rentabilidad sobre ventas del sector:



En cuanto al indicador de rentabilidad operativa (utilidad operativa / ventas) se puede observar que ha venido disminuyendo en el mismo periodo de tiempo, al pasar del 9.73% en el año 2000 al 4.62% en el año 2003. Este indicador nos muestra que cada vez los costos y gastos operativos representan una mayor proporción de las ventas y por lo tanto la contribución de la operación a los resultados de la Compañía es inferior.

En el anexo 1 se puede observar un mayor detalle de estos indicadores.

6.3. Aspectos Legales

De acuerdo con las notas a los estados financieros de diciembre de 2004, las Compañía presenta la siguiente contingencia:

Contingencia Aduanera: En el proceso de producción de papeles blancos para imprenta py escritura, Cartón de Colombia utiliza aprestos comprados a proveedores del exterior. En las declaraciones de importación, para la liquidación y pago de los tributos aduaneros se venía utilizando desde el año 1989 una determinada posición arancelaria. En el año 2000 y con retroactividad a 2 años, la DIAN cambió su interpretación y ubicó dichos aprestos en otra posición arancelaria de mayor tributación.

Al 31 de diciembre de 2004 se encuentran en discusión 65 declaraciones de importación, en vía gubernativa o contencioso administrativo. Si todas las sentencias de los tribunales llegaren a ser

desfavorables, la Sociedad estaría obligada a pagar \$6,971 millones por concepto de mayores derechos arancelarios, IVA, sanciones e intereses.

De acuerdo con la valoración de los abogados, existe una alta probabilidad de que los fallos sean favorables a Cartón de Colombia, basados en la idoneidad de las pruebas aportadas y practicadas en los procesos, en el precedente de sentencias de tribunales de primera instancia favorables a Cartón de Colombia y a otros importadores requeridos por el mismo caso. Por las anteriores consideraciones, la Sociedad ha decidido no contabilizar provisión alguna para esta contingencia.

6.4. Aspectos Internos de la Empresa

El riesgo que afronta SCC, es un riesgo más que todo del entorno. El propio lo tienen muy bien controlado, debido a las buenas políticas gerenciales, que han demostrado en los últimos años una excelente gestión. Además de esto, sus ejecutivos han mostrado una apropiada capacidad de reacción frente a los problemas, y un buen conocimiento del mercado, lo cual hace disminuir este tipo de riesgo.

En cuanto al riesgo inherente a la empresa y sus estructuras, se puede decir que, comparada con el sector está bastante bien. Si miramos el nivel de endeudamiento de la empresa que para el 2003 era de 16.92% comparado con el del sector 33.54% es muy bajo, lo cual entre otras consideraciones, le permite a la empresa tener un gasto financiero muy bajo y por lo tanto una mayor utilidad. Además de esto, en los últimos años, la empresa no ha tenido problema para cumplir con sus acreedores debido a los flujos de caja positivos que ha presentado.

Por otro lado, SCC se enfrenta a diversos riesgos que no tienen que ver con la empresa como tal. Como primera medida se enfrenta a riesgos que tienen que ver con el sector. El sector en el cual ellos se desempeñan tiene dos grandes riesgos. El primero es que el precio es muy sensible al precio internacional. Más concisamente, el precio del papel en Colombia depende mucho del precio de Brasil y en caso de una eventual recesión de este País, una devaluación del real generaría una reducción en los precios en Colombia.

Por último hay que tener en cuenta que las importaciones de estos bienes han venido aumentando. Más específicamente de cartulinas, razón por la cual las empresas nacionales han tenido que entrar a desarrollar productos de mejor calidad, generando esto grandes costos. Esto se puede relacionar con la pérdida de ventajas comparativas de la industria nacional con respecto a la internacional. Este es un hecho que si bien en este momento no es tan explícito, no se puede dejar a un lado porque en un futuro podría llegar a ser una de sus amenazas más importantes.

Esta es una industria que depende mucho de la tecnología, razón por la cual debe estar siempre abierta al cambio. Además, con la cultura global que se vive hoy en día, es necesario ser competitivos no solo a nivel nacional, sino a nivel mundial. Por esto se debe estar en constante desarrollo, a la vanguardia de nuevas tecnologías y en capacidad de reaccionar a cambios globales. Este es un factor que hay que tener en cuenta todos los días con el fin de evitar sorpresas que desencadenen una crisis, que en caso de no estar preparados puede causar destrozos a la solidez de la industria y de SCC.

7. RECOMENDACIONES DE INVERSIÓN

7.1. Tesis de Inversión

Cartón de Colombia es una empresa que presenta muchas ventajas dentro de su sector las cuales le han permitido mejorar su rendimiento en general en los últimos años. A su vez, la empresa ha sabido aprovechar estas ventajas que hoy en día se manifiestan en su solidez financiera y operativa. De acuerdo con los análisis efectuados, consideramos que la Compañía tiene las siguientes fortalezas y debilidades:

FORTALEZAS

- Liderazgo en el mercado nacional
- Permanente innovación tecnológica
- Reservas forestales propias.
- Único con red interna de recolección de reciclaje.
- Accionistas de prestigio internacional.
- Crecimiento de exportaciones.
- Barrera de entrada a nuevas empresas por el alto nivel de inversión que esta industria exige.

DEBILIDADES

- Crecimiento de competidores nacionales.
- Competencia internacional con nuevas economías que están creciendo aceleradamente en el ámbito mundial, tales como China.
- Crecimiento de importaciones de cartulinas
- Volatilidad del mercado de papel

Además de las ventajas operativas expuestas Smurfit presenta una muy buena solidez. La empresa ha venido mejorando su indicador de Razón Corriente que de 1.3 en 1998 ha pasado a 1.53 en el 2004. Esto muestra que la empresa no tiene problemas en cubrir sus obligaciones a corto plazo. A su vez la Prueba Ácida también presentó una mejoría con respecto a 1998, año en el cual se situaba en 0.86 y pasó a 1.16 en el año 2004, lo cual pone en evidencia el esfuerzo de la empresa por mejorar sus condiciones de cobertura de la deuda de corto plazo aunque es necesario tener en cuenta que por ser una compañía industrial es de esperarse que esta razón sea relativamente buena debido a que los inventarios no representan una porción importante del total de los activos. En cuanto al nivel de endeudamiento la empresa presenta una razón de 17% constante entre los años 2000 y 2004, nivel este que se encuentra muy por debajo del promedio de la industria que a diciembre de 2003 era de 33.54%. En los indicadores de rendimiento se puede apreciar claramente la superioridad operativa de Smurfit contra sus competidores, Smurfit presentó un Margen Neto de 12% para el año 2001, cuando el promedio del sector fue de sólo 5.08%. Esto indica que la compañía es muy eficiente en el manejo de sus operaciones, su estructura de costos y su nivel de ventas. En cuanto al Rendimiento del Activo Smurfit presenta un nivel de 3.75% comparado con un 2.83% del sector lo cual indica que la compañía esta utilizando bien sus recursos.

En las proyecciones financieras se evidencia el constante crecimiento de las utilidades, los flujos operativos se mantienen relativamente constantes, con una ligera tendencia a la baja

igualmente, los flujos de caja libre presentan un decrecimiento constante pero no significativo que puede deberse a la política de pago de dividendos en efectivo que mantiene la Compañía.

7.2. Resumen de Inversión

Consideramos que Cartón de Colombia es la Compañía que ejerce el liderazgo en su sector por nivel de ventas y que cuenta con una situación financiera estable y caracterizada por un bajo endeudamiento y buenos niveles de rentabilidad. A continuación se detalla el resultado de la valoración.

Resultados de la valoración: Como se puede observar en el anexo 6 y en el siguiente cuadro resumen de la valoración, el valor de la firma a inicios de 2005 es de \$1,531,400 millones de pesos, la cual se obtiene al descontar el flujo de caja libre al Wacc para los 10 años proyectados así como el valor terminal. A este valor de la firma se le resta el valor de la deuda (obligaciones financieras de corto y largo plazo) y se obtiene el valor de \$1,480,857 millones de pesos que es el valor que tendría que pagar un inversionista si quisiera comprar la Compañía en su totalidad. Por último, el valor por acción resulta de dividir el flujo de caja neto para el accionista entre el número de acciones en circulación a 31 de diciembre de 2004.

Resumen valoración Cartón de Colombia	
Valores expresados en millones de pesos, excepto valor de la acción y acciones en circulación	
Valor presente neto flujo de caja libre año 2005 – 2014	686.172
Valor presente neto del valor terminal	845.228
Valor presente neto total (valor de la firma)	1.531.400
Valor de la deuda	50.543
Flujo de caja neto para el accionista	1.480.857
Número de acciones en circulación a 31 de diciembre de 2004	107.716.050
Valor de la acción en pesos	13.748

Tal como se puede observar en el anexo 6, el flujo de caja libre es positivo para Cartón de Colombia durante todos los años de la valoración.

8. PLAN FINANCIERO

8.1. Suposiciones Generales

Para la valoración de la empresa se utilizó la metodología de flujo de caja libre descontado a la tasa wacc, en un periodo de tiempo de 10 años y adicionado en el valor terminal para el último año, el cual se calculó asumiendo un crecimiento del flujo de caja libre del último año con un gradiente calculado así:

$$(1+\text{crecimiento PIB real sector}) \cdot (1+\text{inflación}) - 1$$

Al valor de la firma calculado como se indicó anteriormente, se descontó el valor de la deuda a diciembre de 2004.

Los ingresos de la Compañía se proyectaron con base en cifras sobre el crecimiento histórico, crecimiento del PIB real por sector, inflación, devaluación y tasas de interés presentadas en el “Gran informe de la Economía Colombiana 2004” de la Nota Económica.

La información financiera histórica se tomó de la página de internet de la Superintendencia de Valores y algunos datos adicionales se consultaron en las notas a los estados financieros presentadas por la Compañía a la Superintendencia de Valores.

Los ingresos operacionales se proyectaron basados en un promedio móvil de cuatro años de la tasa de crecimiento de los ingresos operacionales de los años inmediatamente anteriores a los del cálculo.

Los costos de ventas se presupuestaron con base en el porcentaje de participación promedio de los últimos dos años con respecto a las ventas.

Los gastos de administración se proyectaron con base en la inflación y los gastos de ventas como un porcentaje de las ventas (19.69%) el cual corresponde aproximadamente al promedio de los años 2000 a 2004.

Los ingresos y gastos no operacionales se proyectaron así:

a) Otras ventas: Teniendo en cuenta la tasa de participación histórica de este rubro sobre los ingresos operacionales para los años 2000 a 2004.

b) Ingresos financieros: Teniendo en cuenta la tasa de ingresos financieros sobre las inversiones temporales y otros deudores promedio histórico de los años 2003 y 2004.

c) Otros Ingresos no operacionales - método de participación patrimonial: Movimiento neto de las inversiones de largo plazo.

d) Otros ingresos no operacionales - otros: Crecimiento equivalente a la inflación estimada para los años proyectados.

e) Otros ingresos no operacionales - diferencia en cambio: Teniendo en cuenta que está compuesta principalmente por las ventas en moneda extranjera y la posición neta en dólares de la Compañía, se proyectó como la suma de: a) Ventas al exterior presupuestadas promedio del año multiplicadas por la devaluación estimada y, b) Activos netos en moneda extranjera proyectados (teniendo en cuenta un crecimiento histórico del 5.076% promedio de los años 2003 y 2004) multiplicados por la devaluación estimada.

f) Gastos financieros: Promedio de los rubros de obligaciones financieras y cuentas por pagar a compañías vinculadas multiplicados por la tasa promedio histórica de los gastos financieros sobre estos pasivos para los años 2003 y 2004 la cual ascendió al 18.32%.

g) Otros gastos no operacionales: Crecimiento equivalente a la inflación estimada.

La corrección monetaria se proyectó aplicando la inflación estimada a los activos no monetarios y al patrimonio.

El WACC fue calculado utilizando el modelo CAPM. Para esto, se tomó el Beta desapalancado (0.55) calculado sobre la base de las 10 Compañías del sector indicadas en el Anexo 6 y que forman parte del sector de la industria del papel y productos forestales 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%). También se tomó la prima de riesgo histórica para el mercado de valores en los Estados Unidos de 4.84%. Este valor promedio se tomó del web site del profesor Aswath Damodaran.

Adicionalmente, se asumió una prima de riesgo país del 3.69% (mayo 24 de 2005) para el mercado colombiano 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, en otras palabras, 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 endeudamiento de la Compañía, se procedió a calcular el Costo Promedio de Capital. Para esto se calculó la tasa promedio ponderada que la Compañía está pagando por su deuda de acuerdo con los datos incluidos por la Compañía en sus notas a los estados financieros de diciembre de 2004. 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. Para encontrar el valor de mercado del patrimonio restamos del valor presente del flujo de caja libre para la Compañía el valor de mercado de la deuda financiera.

La valoración de la Compañía y los cálculos del WACC y Flujo de caja libre por los diez años se pueden observar en el anexo 6.

A nivel de Balance General, las inversiones temporales se proyectaron de acuerdo con un promedio móvil de 3 años, las cuentas por cobrar se proyectaron teniendo en cuenta los ingresos operacionales y la tasa promedio histórica (2000 – 2004) de cuentas por cobrar sobre los ingresos operacionales.

Los inventarios se proyectaron como un porcentaje (promedio histórico años 2000 a 2004) del costo de ventas proyectado. Los diferidos y las cuentas por cobrar de largo plazo con base en el promedio móvil de los últimos tres años y los otros activos como un promedio móvil de los últimos dos años. Las inversiones a largo plazo se proyectaron de acuerdo con el crecimiento histórico que tuvo este rubro para los años 2002 al 2004 más el ajuste por inflación teniendo en cuenta las estimaciones de este indicador.

Las propiedades, planta y equipo se proyectaron teniendo en cuenta la inflación estimada y el crecimiento neto promedio año 2002 al 2004 correspondiente al 4.34% del saldo inicial. La depreciación se calculó con base en una tasa del 3.60% (histórica años 2003 a 2004) del costo de las propiedades y equipo y la inflación estimada.

Las valorizaciones se proyectaron de acuerdo con la inflación estimada.

Las obligaciones financieras de corto plazo se proyectaron teniendo en cuenta un promedio móvil de tres años más las necesidades de liquidez que surgieron de la aplicación de este modelo de valoración únicamente para los años 2013 y 2014.

Los proveedores se proyectaron teniendo en cuenta el porcentaje que representaban del costo de ventas promedio años 2000 a 2004. Las cuentas por pagar y los pasivos estimados y provisiones se calcularon de acuerdo con la inflación estimada. Impuestos gravámenes y tasas se proyectaron de acuerdo con la provisión de renta estimada en el estado de resultados adicionado en un 16% de los ingresos del último bimestre del año (Iva por pagar). Las obligaciones laborales se proyectaron teniendo en cuenta la tasa histórica (años 1997 a 2004) que representaron de los gastos administrativos. Otros pasivos promedio móvil 3 años.

El patrimonio se proyectó teniendo en cuenta el incremento por aplicación de ajustes por inflación, resultados del ejercicio, el superávit por valorizaciones crece de acuerdo con la inflación y se disminuye por los dividendos estimados de acuerdo con el comportamiento histórico de distribución de dividendos de la compañía promedio años 2002 a 2004.

Método de Valoración:

Con los cálculos, valores y datos indicados en las suposiciones generales 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 el accionista y obtener la valoración de la Compañía.

8.2. Indicadores financieros claves

En el anexo 2 se pueden observar los principales indicadores financieros tanto históricos (años 1998 a 2004) como los proyectados (años 2005 a 2014). Como se puede observar, la Compañía presenta una estructura financiera muy estable a lo largo del tiempo, caracterizada por un bajo nivel de endeudamiento total que se mantiene relativamente constante entre un 17% y un 19% a su vez, su concentración en el corto plazo se incrementa al pasar de 84% en el año 2004 a 90% en el año 2014, sin embargo no es un incremento significativo si tenemos en cuenta el bajo nivel de endeudamiento total de la Compañía. Durante todos los años incluidos en la proyección y valoración la compañía presenta flujos de caja libre positivos y en los últimos años ha estado pagando dividendos en efectivo a sus accionistas.

Con respecto a los indicadores de liquidez se observa en las proyecciones una disminución constante por ejemplo en la razón corriente que inicia el año 2004 con un valor de 1.53 y termina en el año 2014 con 1.15. Una de las principales causas de esta disminución constante se debe a la política que ha mantenido la compañía durante los últimos años en cuanto a pago de dividendos en efectivo.

Los indicadores de rentabilidad de margen bruto y operacional se mantienen constantes durante todos los 10 años proyectados, indicando que de acuerdo con la proyección se espera que la compañía mantenga la estructura de costos y gastos. Sin embargo los indicadores de margen neto, rendimiento del activo y rendimiento del patrimonio si presentan un aumento,

debido principalmente al comportamiento de los ingresos y gastos no operacionales, el margen neto prácticamente se duplica al pasar de 7% en el año 2004 a 13% en el año 2014. Los indicadores de rentabilidad sobre activo y patrimonio igualmente se incrementan significativamente (rentabilidad sobre activo pasa del 4% en 2004 al 7% en 2014 y rentabilidad del patrimonio pasa de 3% en 2004 a 5% en 2014).

8.3. Estados Financieros Proyectados

En el Anexo 3 se puede observar el estado de pérdidas y ganancias proyectado.

En el Anexo 4 se puede observar el estado de flujos de efectivo proyectado.

En el Anexo 5 se puede observar el Balance General Proyectado.

9. ANEXOS

9.1. Indicadores del sector

ANEXO 1

SECTOR PAPEL, CARTÓN Y EMPAQUES	2000	2001	2002	2003	PROMEDIO
CRECIMIENTO EN VENTAS	31.65%	13.59%	11.75%	10.72%	16.93%
CRECIMIENTO EN ACTIVOS	16.83%	11.94%	9.77%	10.08%	12.15%
CRECIMIENTO EN UTILIDADES	300.43%	11.32%	0.01%	27.50%	84.82%
CRECIMIENTO EN PATRIMONIO	15.75%	16.71%	9.90%	10.50%	13.21%
ENDEUDAMIENTO	36.58%	33.88%	33.80%	33.54%	34.45%
APALANCAMIENTO	57.67%	51.23%	51.05%	50.47%	52.60%
PASIVO TOTAL/VENTAS	68.15%	62.21%	60.96%	60.15%	62.87%
PASIVO CORRIENTE / PASIVO TOTAL	52.43%	51.50%	54.15%	65.26%	55.84%
RAZÓN CORRIENTE	1.6	1.6	1.6	1.4	1.5
PRUEBA ÁCIDA	1.2	1.1	1.2	1.1	1.1
RENTABILIDAD SOBRE VENTAS	5.03%	4.93%	4.41%	5.08%	4.87%
RENTABILIDAD SOBRE ACTIVOS	2.70%	2.69%	2.45%	2.83%	2.67%
RENTABILIDAD SOBRE PATRIMONIO	4.26%	4.06%	3.70%	4.27%	4.07%
UTILIDAD OPERATIVA / VENTAS (RENTABILIDAD OPERATIVA)	9.73%	8.27%	7.29%	4.62%	7.48%

10 PRIMERAS EMPRESAS DEL SECTOR DE ACUERDO CON VOLUMEN DE VENTAS CIFRAS EN MILLONES DE PESOS

COMPAÑÍA	PUESTO	2003	PARTIC.	2002	PARTIC.	2001	PARTIC.
CARTON DE COLOMBIA S.A.	1	518,812	15.2%	462,800	15.1%	432,685	15.6%
PRODUCTORA DE PAPELES S.A. PROPAL	2	503,965	14.8%	413,775	13.5%	382,056	13.8%
COLOMBIANA KIMBERLY COLPAPEL S. A.	3	407,843	12.0%	473,289	15.4%	465,543	16.8%
BICO INTERNACIONAL S. A.	4	176,289	5.2%	164,414	5.3%	181,175	6.5%
PAPELES NACIONALES S.A.	5	149,898	4.4%	137,903	4.5%	127,270	4.6%
PAPELES DEL CAUCA S.A.	6	139,388	4.1%	67,211	2.2%	1,043	0.0%
FESA S.A.	7	137,771	4.0%	122,049	4.0%	104,198	3.8%
FAMILIA DEL PACIFICO LIMITADA	8	132,215	3.9%	116,305	3.8%	85,742	3.1%
CARTONES AMERICA S.A.	9	125,208	3.7%	116,160	3.8%	103,061	3.7%
CARVAJAL EMPAQUES S.A.	10	105,263	3.1%	98,398	3.2%	100,236	3.6%

FUENTE: BPR Asociados

9.2. INDICADORES FINANCIEROS CLAVES

ANEXO 2

INDICADORES	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Indicadores de Liquidez									
Razón Corriente	1.31	1.28	1.71	1.75	1.73	1.57	1.53	1.46	1.45
Capital de Trabajo Neto	30,347.53	29,539.84	91,221.64	104,782.41	114,910.64	105,546.45	105,366.87	114,416.00	121,122.00
Prueba Acida	0.86	0.90	1.28	1.35	1.32	1.19	1.16	1.13	1.12
Indicadores de Endeudamiento									
Nivel de Endeudamiento	19%	21%	17%	17%	17%	17%	17%	19%	19%
Concentración del Endeudamiento C.P.	71%	63%	71%	74%	79%	84%	84%	86%	87%
Cobertura de Intereses	-18%	6%	293%	389%	428%	281%	183%	313%	313%
Apalancamiento Total	24%	27%	21%	21%	20%	20%	21%	24%	23%
Indicadores de Rendimiento									
Margen Bruto	11%	15%	25%	26%	24%	21%	21%	21%	21%
Margen Operacional	-1%	0%	14%	15%	14%	12%	12%	12%	12%
Margen Neto	2%	-1%	12%	12%	13%	9%	7%	9%	10%
Rendimiento del Patrimonio	1%	0%	6%	6%	6%	5%	4%	4%	5%
Rendimiento del Activo	1%	0%	5%	5%	5%	4%	3%	3%	4%

INDICADORES	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Indicadores de Liquidez								
Razón Corriente	1.44	1.42	1.40	1.37	1.34	1.29	1.23	1.15
Capital de Trabajo Neto	123,790.00	126,783.00	126,256.00	124,201.00	119,352.00	110,990.00	96,973.00	73,982.00
Prueba Acida	1.10	1.08	1.05	1.01	0.97	0.93	0.88	0.83
Indicadores de Endeudamiento								
Nivel de Endeudamiento	19%	19%	18%	18%	18%	18%	18%	20%
Concentración del Endeudamiento C.P.	87%	87%	87%	87%	87%	88%	89%	90%
Cobertura de Intereses	340%	359%	379%	404%	428%	452%	446%	391%
Apalancamiento Total	23%	23%	23%	22%	22%	22%	23%	24%
Indicadores de Rendimiento								
Margen Bruto	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
Margen Operacional	13%	13%	13%	13%	13%	14%	14%	14%
Margen Neto	10%	11%	11%	11%	12%	12%	13%	13%
Rendimiento del Patrimonio	5%	5%	5%	6%	6%	6%	7%	7%
Rendimiento del Activo	4%	4%	4%	5%	5%	5%	5%	5%

9.3. ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO

ANEXO 3

Millones de pesos

P&G	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ingresos Operacionales											
Ventas y/o Prest. Servicios Nacionales	419,942.04	452,788.00	489,090.00	529,595.00	568,395.00	613,081.00	661,341.00	713,160.00	768,243.00	828,344.00	893,067.00
Ventas y/o Prest. Servicios Extranjeros	125,769.80	135,607.00	146,479.00	158,610.00	170,230.00	183,613.00	198,067.00	213,586.00	230,083.00	248,083.00	267,467.00
Otros Ingresos Operacionales	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total Ingresos Operacionales	545,711.84	588,395.00	635,569.00	688,205.00	738,625.00	796,694.00	859,408.00	926,746.00	998,326.00	1,076,427.00	1,160,534.00
Menos Costo de Ventas	430,078.65	462,945.00	500,061.00	541,475.00	581,145.00	626,833.00	676,176.00	729,157.00	785,476.00	846,925.00	913,100.00
UTILIDAD BRUTA	115,633.19	125,450.00	135,508.00	146,730.00	157,480.00	169,861.00	183,232.00	197,589.00	212,850.00	229,502.00	247,434.00
Gastos Operacionales											
Gastos de Administración	42,758.39	45,067.00	47,275.00	49,402.00	51,477.00	53,588.00	55,785.00	58,072.00	60,453.00	62,932.00	65,512.00
Gastos de Ventas	8,471.60	9,509.00	10,271.00	11,122.00	11,936.00	12,875.00	13,888.00	14,977.00	16,133.00	17,395.00	18,755.00
Total Gastos Operacionales	51,229.99	54,576.00	57,546.00	60,524.00	63,413.00	66,463.00	69,673.00	73,049.00	76,586.00	80,327.00	84,267.00
UTILIDAD OPERACIONAL	64,403.20	70,874.00	77,962.00	86,206.00	94,067.00	103,398.00	113,559.00	124,540.00	136,264.00	149,175.00	163,167.00
Ingresos no Operacionales											
Otras Ventas	2,350.87	3,462.00	3,739.00	4,049.00	4,346.00	4,687.00	5,056.00	5,452.00	5,873.00	6,333.00	6,828.00
Financieros	4,600.62	4,840.00	4,973.00	5,059.00	5,177.00	5,311.00	5,443.00	5,594.00	5,755.00	5,925.00	6,111.00
Dividendos y Participaciones	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Ingresos no Operacionales	25,233.31	35,462.00	44,507.00	47,554.00	57,286.00	62,893.00	71,024.00	80,351.00	91,052.00	103,355.00	117,502.00
Total Ingresos no Operacionales	32,184.80	43,764.00	53,219.00	56,662.00	66,809.00	72,891.00	81,523.00	91,397.00	102,680.00	115,613.00	130,441.00
Gastos no Operacionales											
Financieros	35,133.58	22,679.00	24,932.00	25,374.00	26,178.00	27,309.00	28,115.00	29,083.00	30,125.00	33,434.00	41,702.00
Otros Gastos no Operacionales	6,311.04	6,652.00	6,978.00	7,292.00	7,598.00	7,910.00	8,234.00	8,572.00	8,923.00	9,289.00	9,670.00
Total Gastos no Operacionales	41,444.62	29,331.00	31,910.00	32,666.00	33,776.00	35,219.00	36,349.00	37,655.00	39,048.00	42,723.00	51,372.00
Corrección Monetaria	-449.59	-478.00	-418.00	-277.00	18.00	247.00	682.00	1,203.00	1,867.00	2,704.00	3,813.00
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	54,693.79	84,829.00	98,853.00	109,925.00	127,118.00	141,317.00	159,415.00	179,485.00	201,763.00	224,769.00	246,049.00
Menos Impuestos de Renta	14,176.23	32,659.00	38,058.00	42,321.00	48,940.00	54,407.00	61,375.00	69,102.00	77,679.00	86,536.00	94,729.00
UTILIDAD NETA	40,517.56	52,170.00	60,795.00	67,604.00	78,178.00	86,910.00	98,040.00	110,383.00	124,084.00	138,233.00	151,320.00

9.4. ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO PROYECTADO

ANEXO 4

Millones de pesos

ACTIVIDADES DE OPERACIONES	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2,014
Resultado del Ejercicio	40,518	52,170	60,795	67,604	78,178	86,910	98,040	110,383	124,084	138,233	151,320
Depreciación	18,972	19,992	21,840	23,771	25,802	27,981	30,343	32,906	35,684	38,696	41,963
Impuesto sobre la renta	14,176	32,659	38,058	42,321	48,940	54,407	61,375	69,102	77,679	86,536	94,729
Provisión (recuperación) deudas dudoso o recaudo	219	76	182	203	194	224	242	259	276	301	324
Provisión protección de inventarios	5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gasto (Ingreso)/diferencia en cambio no realizada	14,792	-3,157	-7,616	-5,511	-9,435	-8,456	-9,035	-9,654	-10,310	-11,019	-11,777
Método de participación sobre inversiones	-17,725	-24,390	-28,589	-33,367	-38,811	-45,026	-52,192	-60,498	-70,125	-81,284	-94,220
Corrección monetaria	480	478	418	277	-18	-247	-682	-1,203	-1,867	-2,704	-3,811
Subtotal	71,436	77,827	85,088	95,298	104,850	115,793	128,091	141,295	155,421	168,759	178,528

Disminución o aumento en activos:

Deudores	-14,456	-5,896	-10,458	-12,271	-12,021	-13,453	-14,690	-15,790	-16,721	-18,282	-19,684
Inventarios	-2,888	-4,700	-2,555	-3,347	-2,997	-3,870	-4,185	-4,471	-4,676	-5,177	-5,567
Gastos pagados por anticipado	368	-398	143	37	-72	36	0	-12	8	-1	-2
Otros activos	5	-2	1	-1	0	0	0	0	0	0	0

Aumento o disminución en pasivos:

Proveedores	14,969	-9,768	2,986	3,332	3,191	3,676	3,969	4,262	4,531	4,944	5,323
Cuentas por pagar	23,020	5,950	5,690	5,481	5,346	5,439	5,661	5,893	6,135	6,386	6,649
Impuestos, gravámenes y tasas	-16,952	11,795	-31,401	-36,655	-40,976	-47,392	-52,734	-59,580	-67,193	-75,596	-84,293
Obligaciones laborales	2,910	-1,048	683	658	642	653	679	708	736	767	798
Pasivos estimados y provisiones	1,142	2,306	2,206	2,125	2,072	2,108	2,194	2,284	2,378	2,475	2,577
Diferidos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros pasivos	3,334	-2,256	392	491	-458	142	58	-86	38	3	-15
Flujo Usado en las Operaciones	82,886	73,811	52,775	55,148	59,577	63,132	69,043	74,503	80,657	84,278	84,314

ACTIVIDADES DE INVERSIÓN

Venta de propiedades, planta y equipo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones	-26,485	3,157	7,616	5,511	9,435	8,456	9,035	9,654	10,310	11,019	11,777
Compra de propiedades, planta y equipo	-1,091	-21,947	-24,085	-26,311	-28,638	-31,084	-33,709	-36,555	-39,641	-42,988	-46,618
Flujo por Actividades de Inversión	-27,576	-18,790	-16,469	-20,800	-19,203	-22,628	-24,674	-26,901	-29,331	-31,969	-34,841

ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN

Obligaciones financieras	-26,933	15,026	-1,040	-4,315	3,223	-710	-601	637	-224	24,937	53,450
Dividendos pagados	-31,561	-21,931	-30,201	-35,194	-39,136	-45,257	-50,312	-56,755	-63,900	-71,832	-80,023
Sobregiros Bancarios	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Flujo Actividades de Financiación	-58,494	-6,905	-31,241	-39,509	-35,913	-45,967	-50,913	-56,118	-64,124	-46,895	-26,573
Cambio en Efectivo	-3,184	48,117	5,065	-5,161	4,461	-5,463	-6,544	-8,516	-12,798	5,414	22,900
Efectivo y equivalentes al comienzo del año	100,385	97,201	145,318	150,384	145,223	149,685	144,222	137,680	129,165	116,368	121,784
Efectivo y equivalentes al final del año	97,201	145,318	150,383	145,223	149,684	144,222	137,678	129,164	116,367	121,782	144,684

9.5. BALANCE GENERAL PROYECTADO

ANEXO 5

Millones de pesos

BALANCE GENERAL	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ACTIVO										
ACTIVO CORRIENTE										
Disponible	59,788.00	65,566.00	61,069.00	64,851.00	59,620.00	53,150.00	44,510.00	31,772.00	37,190.00	60,070.00
Inversiones Temporales	85,530.00	84,818.00	84,154.00	84,834.00	84,602.00	84,530.00	84,655.00	84,596.00	84,594.00	84,615.00
Deudores										
Clientes	105,460.00	113,915.00	123,350.00	132,387.00	142,795.00	154,036.00	166,105.00	178,935.00	192,933.00	208,006.00
Otros Deudores	32,216.00	34,799.00	37,681.00	40,442.00	43,621.00	47,055.00	50,742.00	54,661.00	58,937.00	63,542.00
Provisiones	-2,267.00	-2,449.00	-2,652.00	-2,846.00	-3,070.00	-3,312.00	-3,571.00	-3,847.00	-4,148.00	-4,472.00
Total Deudores	135,408.00	146,264.00	158,378.00	169,981.00	183,344.00	197,777.00	213,273.00	229,746.00	247,720.00	267,075.00
Inventarios										
Materias Primas	18,491.00	19,973.00	21,626.00	23,210.00	25,035.00	27,006.00	29,121.00	31,370.00	33,825.00	36,469.00
Productos en Proceso	1,182.00	1,277.00	1,383.00	1,484.00	1,601.00	1,727.00	1,862.00	2,006.00	2,163.00	2,332.00
Productos Terminados	6,953.00	7,510.00	8,132.00	8,728.00	9,414.00	10,155.00	10,951.00	11,797.00	12,720.00	13,714.00
Materiales, Repuestos y Accesorios	51,194.00	55,299.00	59,878.00	64,265.00	69,317.00	74,774.00	80,633.00	86,861.00	93,656.00	100,974.00
Inventarios en Tránsito	3,819.00	4,125.00	4,467.00	4,794.00	5,171.00	5,578.00	6,015.00	6,480.00	6,987.00	7,533.00
Otros Inventarios	307.00	332.00	359.00	385.00	415.00	448.00	483.00	520.00	561.00	605.00
Provisión inventarios	-5.00	-5.00	-5.00	-5.00	-5.00	-5.00	-5.00	-5.00	-5.00	-5.00
Total Inventarios	81,943.00	88,513.00	95,843.00	102,865.00	110,952.00	119,686.00	129,064.00	139,032.00	149,909.00	161,622.00
Diferidos	2,945.00	2,802.00	2,765.00	2,837.00	2,801.00	2,801.00	2,813.00	2,805.00	2,806.00	2,808.00
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	365,614.00	387,963.00	402,209.00	425,368.00	441,319.00	457,944.00	474,315.00	487,951.00	522,219.00	576,190.00
ACTIVO FIJO										
Inversiones a Largo Plazo	241,995.00	282,442.00	328,519.00	381,128.00	441,780.00	512,085.00	593,578.00	688,040.00	797,534.00	924,453.00
Deudores a Largo Plazo	15,437.00	14,857.00	14,811.00	15,035.00	14,901.00	14,916.00	14,951.00	14,923.00	14,930.00	14,935.00
Propiedades P y E										
Costo Propiedades, Planta y Equipo	554,573.00	605,832.00	659,406.00	715,739.00	776,169.00	841,701.00	912,766.00	989,831.00	1,073,402.00	1,164,029.00
Depreciación Acumulada	-463,526.00	-508,079.00	-554,714.00	-603,814.00	-656,551.00	-713,813.00	-775,985.00	-843,484.00	-916,763.00	-996,313.00
Total Propiedades P y E	91,047.00	97,753.00	104,692.00	111,925.00	119,618.00	127,888.00	136,781.00	146,347.00	156,639.00	167,716.00
Otros Activos	6.00	5.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
Valorizaciones										
Valoriz. de Inversiones	195,100.00	204,660.00	213,870.00	222,853.00	231,990.00	241,502.00	251,404.00	261,712.00	272,442.00	283,612.00
Valoriz. de propiedad planta y	603,701.00	633,282.00	661,780.00	689,575.00	717,848.00	747,280.00	777,918.00	809,813.00	843,015.00	877,579.00
Total Valorizaciones	798,801.00	837,942.00	875,650.00	912,428.00	949,838.00	988,782.00	1,029,322.00	1,071,525.00	1,115,457.00	1,161,191.00
TOTAL ACTIVO FIJO	1,147,286.00	1,232,999.00	1,323,678.00	1,420,522.00	1,526,143.00	1,643,677.00	1,774,638.00	1,920,841.00	2,084,566.00	2,268,301.00
TOTAL ACTIVO	1,512,900.00	1,620,962.00	1,725,887.00	1,845,890.00	1,967,462.00	2,101,621.00	2,248,953.00	2,408,792.00	2,606,785.00	2,844,491.00
PASIVO - PATRIMONIO										
PASIVO CORRIENTE										
Obligaciones Financieras										
Obligaciones Monetaria Legal	28,189.00	27,149.00	22,834.00	26,057.00	25,347.00	24,746.00	25,383.00	25,159.00	50,096.00	103,546.00
Total Obligaciones Financieras	28,189.00	27,149.00	22,834.00	26,057.00	25,347.00	24,746.00	25,383.00	25,159.00	50,096.00	103,546.00
Proveedores	37,243.00	40,229.00	43,561.00	46,752.00	50,428.00	54,397.00	58,659.00	63,190.00	68,134.00	73,457.00
Cuentas por Pagar										
A Compañías Vinculadas	105,840.00	111,026.00	116,022.00	120,895.00	125,852.00	131,012.00	136,383.00	141,975.00	147,796.00	153,856.00
Iva Retenido	1,022.00	1,072.00	1,120.00	1,167.00	1,215.00	1,265.00	1,317.00	1,371.00	1,427.00	1,486.00
Impuesto de Ind. y Comercio Retenido	8.00	8.00	8.00	8.00	8.00	8.00	8.00	8.00	8.00	8.00
Otras Cuentas por Pagar	9,259.00	9,713.00	10,150.00	10,576.00	11,010.00	11,461.00	11,931.00	12,420.00	12,929.00	13,459.00
Total Cuentas por Pagar	116,129.00	121,819.00	127,300.00	132,646.00	138,085.00	143,746.00	149,639.00	155,774.00	162,160.00	168,809.00
Impuestos, Gravámenes y Tasas	48,350.00	55,007.00	60,673.00	68,637.00	75,652.00	84,293.00	93,815.00	104,301.00	115,241.00	125,677.00
Obligaciones Laborales	13,938.00	14,621.00	15,279.00	15,921.00	16,574.00	17,253.00	17,961.00	18,697.00	19,464.00	20,262.00
Pasivos Estimados y Provisiones	5,605.00	5,880.00	6,145.00	6,403.00	6,666.00	6,939.00	7,223.00	7,519.00	7,827.00	8,148.00
Otros Pasivos	1,744.00	2,136.00	2,627.00	2,169.00	2,311.00	2,369.00	2,283.00	2,321.00	2,324.00	2,309.00
Bonos y Papeles Comerciales	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
TOTAL PASIVO CORRIENTE	251,198.00	266,841.00	278,419.00	298,585.00	315,063.00	333,743.00	354,963.00	376,961.00	425,246.00	502,208.00
PASIVO LARGO PLAZO										
Obligaciones Financieras										
Obligaciones Monetaria Legal	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Total Obligaciones Financieras	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Pasivos Estimados y Provisiones	39,399.00	41,330.00	43,190.00	45,004.00	46,849.00	48,770.00	50,770.00	52,852.00	55,019.00	57,275.00
TOTAL PASIVO LARGO PLAZO	39,399.00	41,330.00	43,190.00	45,004.00	46,849.00	48,770.00	50,770.00	52,852.00	55,019.00	57,275.00
TOTAL PASIVO	290,597.00	308,171.00	321,609.00	343,589.00	361,912.00	382,513.00	405,733.00	429,813.00	480,265.00	559,483.00

BALANCE GENERAL	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
PATRIMONIO										
Capital Social	56.00	56.00	56.00	56.00	56.00	56.00	56.00	56.00	56.00	56.00
Superavit de Capital										
Prima en Colocación de Acciones	50,369.00	50,369.00	50,369.00	50,369.00	50,369.00	50,369.00	50,369.00	50,369.00	50,369.00	50,369.00
Metodo de Participación y Otras	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Total Superavit de Capital	50,369.00	50,369.00	50,369.00	50,369.00	50,369.00	50,369.00	50,369.00	50,369.00	50,369.00	50,369.00
Reservas										
Obligatorias	8,385.00	8,385.00	8,385.00	8,385.00	8,385.00	8,385.00	8,385.00	8,385.00	8,385.00	8,385.00
Reservas ocasionales	116,069.00	138,038.00	163,640.00	192,109.00	225,031.00	261,630.00	302,917.00	349,401.00	401,655.00	459,867.00
Total Reservas	124,454.00	146,423.00	172,025.00	200,494.00	233,416.00	270,015.00	311,302.00	357,786.00	410,040.00	468,252.00
Revalorización del Patrimonio	196,453.00	217,205.00	238,573.00	260,775.00	284,960.00	311,844.00	341,787.00	375,157.00	412,363.00	453,817.00
Dividendos Decretados en Acciones	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Resultados del Ejercicio	52,170.00	60,796.00	67,605.00	78,179.00	86,911.00	98,042.00	110,384.00	124,086.00	138,235.00	151,323.00
Resultados Ejercicios Anteriores	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Superavit por Valorizaciones	798,801.00	837,942.00	875,650.00	912,428.00	949,838.00	988,782.00	1,029,322.00	1,071,525.00	1,115,457.00	1,161,191.00
TOTAL PATRIMONIO	1,222,303.00	1,312,791.00	1,404,278.00	1,502,301.00	1,605,550.00	1,719,108.00	1,843,220.00	1,978,979.00	2,126,520.00	2,285,008.00
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	1,512,900.00	1,620,962.00	1,725,887.00	1,845,890.00	1,967,462.00	2,101,621.00	2,248,953.00	2,408,792.00	2,606,785.00	2,844,491.00

9.6. Valoración de la empresa

Anexo 6

Millones de pesos

Industria del Papel y Productos Forestales Compañías Incluidas para calcular Beta										
Fuente: http://pages.stern.nyu.edu/~admodar/										
Company Name	Ticker Symbol	Industry	SIC	Exchange	Country					
PAPER & FOREST PRODS	2600	Paper/Forest Products	2600	INDE	Foreign					
Abitibi-Consolidated	ABY	Paper/Forest Products	2600	NYS	Foreign					
Canfor Corporation	CFP.TO	Paper/Forest Products	2600	TSE	Foreign					
Domtar Inc.	DTC	Paper/Forest Products	2600	NYS	Foreign					
Georgia-Pacific Group	GP	Paper/Forest Products	2600	NYS	US					
Intl Paper	IP	Paper/Forest Products	2600	NYS	US					
Louisiana-Pacific	LPX	Paper/Forest Products	2600	NYS	US					
Norbord Inc.	NBD.TO	Paper/Forest Products	2600	TSE	Foreign					
Schweitzer-Mauduit Intl Inc	SWM	Paper/Forest Products	2600	NYS	US					
Weyerhaeuser Co.	WY	Paper/Forest Products	2600	NYS	US					
Unlevered Beta (β)	0.55									
ANO	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tasa Libre de Riesgo (Bonos Tesoro EEUU 30 Años) (R_f)	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 ($R_m - R_f$)	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) (R_c)	3,69%	3,69%	3,69%	3,69%	3,69%	3,69%	3,69%	3,69%	3,69%	3,69%
Razon Deuda / Total Activo (D/E)	19,21%	19,01%	18,63%	18,61%	18,39%	18,20%	18,04%	17,84%	18,42%	19,67%
Razon Deuda / Equity (D/E)	23,77%	23,47%	22,90%	22,87%	22,54%	22,25%	22,01%	21,72%	22,58%	24,48%
Tasa de Impuesto (T)	38,50%	38,50%	38,50%	38,50%	38,50%	38,50%	38,50%	38,50%	38,50%	38,50%
Beta Desapalancado (β_d)	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55
Beta Apalancado (β_a)	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63	0,62	0,62	0,63	0,63
Costo del Equity - CAPM (R_e)	12,12%	12,11%	12,10%	12,10%	12,10%	12,09%	12,09%	12,08%	12,10%	12,13%
Tasa DTF	7,50%	7,30%	7,20%	7,10%	7,30%	7,30%	7,30%	7,30%	7,30%	7,30%
Costo de la Deuda (R_d)	8,11%	8,11%	8,11%	8,11%	8,11%	8,11%	8,11%	8,11%	8,11%	8,11%
WACC - Weighted Average Cost of Capital	10,75%	10,76%	10,78%	10,78%	10,79%	10,80%	10,81%	10,82%	10,79%	10,72%

Valores en millones de pesos

ANO	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
ANO	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Utilidad operativa	70.874	77.962	86.206	94.067	103.398	113.559	124.540	136.264	149.175	163.167
(-) Impuestos	19.992	21.840	23.771	25.802	27.981	30.343	32.906	35.684	38.696	41.963
(=) Utilidad operativa después de impuestos	27.102	29.854	33.083	36.223	39.903	43.983	48.411	53.180	58.473	64.287
(-) Inversiones Netas	63.764	69.948	76.894	83.646	91.476	99.919	109.035	118.768	129.398	140.843
(-) Cambio neto en el capital de trabajo	-18.790	-16.469	-20.800	-19.203	-22.628	-24.674	-26.901	-29.331	-31.969	-34.841
(=) Flujo de caja libre	34.207	-3.729	-6.883	-4.873	-7.938	-7.855	-8.553	-8.750	-10.447	-12.879
Valor Terminal	48.346	90.146	104.577	107.722	122.042	132.448	144.489	156.849	171.814	188.563
Total flujo de caja para descontar	48.346	90.146	104.577	107.722	122.042	132.448	144.489	156.849	171.814	2.529.270
VALOR PRESENTE NETO DEL FLUJO DE CAJA	43.655	73.486	76.932	71.534	73.122	71.591	70.452	68.970	68.341	913.319
VALOR PRESENTE NETO TOTAL INICIO 2005	1.531.400									
VALOR DE LA DEUDA DIC/04 MILLONES DE PESOS	50.543									
FLUJO DE CAJA NETO PARA EL ACCIONISTA MILLONES DE PESOS	1.480.857									

10. Bibliografía

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

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

<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.smurfit.com.co/>, Página Web de la Compañía

<http://www.cecodes.org.co/indicadores/smurfit/social.htm/> Consejo Empresarial Colombiano para el Desarrollo Sostenible.

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, y El Espectador.