

## BONOS ORDINARIOS- LAMITECH S.A REVISIÓN ANUAL- Diciembre 2003

BRC INVESTOR SERVICES S.A.	MONTO TOTAL EMISIÓN	CALIFICACIÓN
Bonos Ordinarios Lamitech S.A	\$25,000'000.000	AA(Doble A ) Perspectiva positiva

Estados Financieros de prueba con corte: Septiembre 30 de 2003 (millones): Ventas: \$57.175, Utilidad Operacional: \$8.247, Utilidad Neta: \$4.142, Activos: \$130.250, Pasivos: \$56.811, Patrimonio:\$73.439, ROA: 3.2%, ROE: 5.6%, EBITDA/Deuda Financiera: 41%

Historia de la calificación. AA (Doble A ).Febrero 2002  
 AA (Doble A ) Diciembre 2002

*La información financiera incluida en este reporte está basada en Estados Financieros Auditados con corte al 31 de diciembre de 1999,2000,2001, 2002 y de prueba a Septiembre de 2003 del emisor, los flujos de caja proyectados para la emisión por parte del emisor, y las tensiones a que fueron sometidos por BRC.*

### CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS

<b>Títulos:</b>	<b>Bonos Ordinarios</b>
<b>Emisor:</b>	<b>Lamitech S.A</b>
<b>Monto:</b>	<b>\$25,000,000,000</b>
<b>Monto colocado</b>	<b>\$25.000.000.000</b>
<b>Fecha de Colocación</b>	<b>17 Abril de 2002</b>
<b>Plazos:</b>	<b>\$1.500 millones a 5 años (Serie B1) y \$23.500 millones a 10 años (serie B3)</b>
<b>Denominación:</b>	<b>Pesos</b>
<b>Pago de Intereses:</b>	<b>Serie B1 IPC +7.8% T.V - Serie B3 IPC +8.25% T.V.</b>
<b>Pago de Capital:</b>	<b>Al vencimiento 17 abril de 2007 y 2012 Series B1 y B3 respectivamente</b>
<b>Representante tenedores:</b>	<b>Fiducomericio</b>
<b>Administrador:</b>	<b>DECEVAL</b>
<b>Agente estructurador:</b>	<b>CITIVALORES</b>

### FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

La calificación de AA (doble A ) Perspectiva positiva, calificación en grado de inversión otorgada a la emisión de BONOS ORDINARIOS LAMITECH S.A, indica una buena capacidad de repagar oportunamente capital e intereses, con un riesgo incremental limitado en comparación con las emisiones calificadas con la categoría más alta, la "perspectiva positiva" evidencia la posible existencia de eventos futuros que podrían llegar a modificar la calificación en la dirección de la perspectiva (positiva o negativa); no obstante, ello no quiere decir que la perspectiva sea el paso inmediatamente anterior a un cambio de calificación.

La calificación se fundamenta en las fortalezas tanto comerciales como financieras con que Lamitech cuenta. La perspectiva positiva dada a la calificación se basa en la expectativa que se tiene acerca del resultado que sobre los

márgenes pueden tener la compra de tres marcas en el mercado venezolano y el desarrollo y recuperación del mismo. De otro lado, se espera que las incursiones en mercados como el centroamericano y estadounidense conserven su tendencia positiva y conduzcan a un mayor y mejor posicionamiento de Lamitech en el mercado internacional.

El buen posicionamiento de la marca tanto en el mercado nacional como en el internacional, ha estado basado en la alta calidad del producto derivado de constantes procesos de investigación que conlleva a una alta diversificación y diferenciación del mismo y en contar con tecnología de punta para desarrollarlo. Así mismo, la compañía cuenta con una larga trayectoria que le asegura no solamente conocimiento del mercado sino largas relaciones comerciales tanto con clientes como con proveedores.

Como consecuencia de lo anterior, la compañía ha logrado posicionarse de manera adecuada no sólo a nivel nacional en donde es líder en el mercado supliendo aproximadamente el 90% de la demanda por productos laminados, sino también internacionalmente cuya participación en el mercado se encuentra estratégicamente atomizada, debido a alianzas comerciales y a canales de distribución establecidos en los distintos países.

La diversificación de producto y mercado, permitieron que factores como las crisis sufridas por países clientes como Argentina, Brasil o Venezuela y su posterior efecto en los precios de venta no tuvieran mayor efecto en el nivel de ventas alcanzado. Así pues, gracias a constantes proceso de investigación de mercado la disminución de ventas en el área Andina y en general en Suramerica, pudo ser compensada casi en su totalidad por la mayor participación alcanzada en países de Centroamérica y en Estados Unidos principalmente.

Hasta septiembre del 2003 las ventas habían evolucionado de manera positiva alcanzando un crecimiento del orden del 21.7% frente a las ventas alcanzadas en el mismo período del año anterior (septiembre/02), así mismo y como consecuencia de la situación política y económica de algunos de los países a donde sus exportaciones se dirigen estas pasaron de niveles de 67% a situarse en 65%, proporción que se ve igualmente afectada por un mayor aumento de las ventas a nivel nacional.

La visión empresarial dirigida al aumento de las exportaciones de la compañía ha estado acompañada por medidas tendientes a mejorar su posicionamiento y participación en el mercado internacional: la compra de las marcas venezolanas Koralite (a finales de 2002) y Laminati y Lamitech (a finales de este año), así como el proyecto de inversión en una prensa en el año 2005 son algunos de los puntos que sustentarían dicho crecimiento. En reconocimiento a su visión exportadora, la compañía fue galardonada en el tercer trimestre de este año, con el premio Portafolio por sus avances y esfuerzos en esta materia.

Pese a su buen desempeño en cuanto a ventas, la compañía experimentó un deterioro en sus márgenes comparado con el año inmediatamente anterior. El margen bruto de la compañía que para 2001 se encontraba en 29.36% y para septiembre de 2002 se situaba en 37.18%, en septiembre de 2003 alcanzó 33.74%, levemente inferior respecto al año anterior. La reducción del margen obedeció a la caída de precios internos producto de la mayor competencia proveniente de países de tradición no exportadora que como respuesta a sus crisis internas decidieron buscar nuevos mercados en Colombia y al aumento de precios de materia prima importada debido al comportamiento del precio del petróleo producto de la Guerra en Irak en el primer semestre de 2003. El comportamiento futuro del margen bruto, dependerá de la conducta de las ventas de Lamitech al mercado internacional, de la tendencia con que continúen las ventas a los mercados recién explorados (tales como el mexicano y el estadounidense), la recuperación de las economías de Suramérica y el comportamiento futuro de los precios del petróleo toda vez que ya fue superada la crisis que dio lugar a su inestabilidad.

El margen operacional por su parte presentó una tendencia similar: para el año 2001 el margen se ubicó en 15.80%,

para septiembre de 2002 en 23.98% y para septiembre de este año el margen decreció a niveles del 14.43%, ello explicado principalmente por las amortizaciones de la marca comprada en el año inmediatamente anterior. Cabe anotar sin embargo, que si bien éste cargo va a afectar el margen operacional futuro, se espera que el efecto positivo que éstas adquisiciones tengan sobre las ventas compensen dicho cargo, así mismo, al ser éste un cargo no monetario, el efecto que dichas amortizaciones tienen sobre el flujo de caja es nulo salvo por el efecto impositivo respectivo.

En septiembre de 2002 el margen neto se ubicó en 19%, un año después el mismo margen se ubica en 7.2%, debido a lo mencionado anteriormente y al efecto que la revaluación produjo sobre las cuentas ingresos/egresos por diferencia en cambio. Si bien la compañía cuenta con un sistema de cobertura natural frente a variaciones en la tasa de cambio (65% de sus ventas son exportaciones y el 85% de su materia prima es importada), dicho mecanismo no fue suficiente para suplir el efecto que sobre las ventas tuvo la revaluación: en el año 2002 los ingresos por diferencia en cambio representaban el 6.76% del total de las ventas, la compañía prevé que al finalizar este año dichos ingresos representarán el 0.69% del total de ventas. Por su parte los egresos financieros pasaran de representar el 5.07% de las ventas a situarse en el 1.52% de las mismas.

El EBITDA pasó de representar el 31.48% de las ventas en el año 2002 a representar el 27.17% en septiembre del 2003 y se espera que este margen finalice en el 26.34% al finalizar este año, aún así a septiembre 30 de 2003, la cobertura de EBITDA sobre el gasto financiero fue de aproximadamente: 2.93 veces y se espera que si comportamiento siga una tendencia ascendente.

A pesar que para Septiembre de este año tan solo el 14.7% de la deuda financiera se hallaba concentrada en el corto plazo, se espera que a finales de esta año dicha concentración se sitúe en niveles de 29% debido a un endeudamiento de corto plazo necesario para financiar capital de trabajo y al perfeccionamiento de la compra de las nuevas marcas en Venezuela. Cabe anotar sin embargo que bajo escenarios de crecimiento de ventas en niveles como los hasta ahora presentados y de mantenimiento de los márgenes actuales, la generación de recursos de la compañía llevaría a que dicha concentración de deuda se acercara a cero y a que la compañía tuviera que recurrir a apalancamiento financiero tan sólo para llevar a cabo proyectos de inversión como los planeados para el año 2005.

A finales del tercer trimestre del presente año, Lamitech decidió recomprar las acciones que Sintéticos S.A. tenía en esta sociedad y cuyo valor se situa en \$10.546 millones de pesos. Esta operación si bien no significa un movimiento en el flujo de caja de Lamitech (ya que la operación se llevara a cabo a crédito), generaría sin embargo un movimiento de caja importante en caso de que esta deuda fuera requerida movimiento que no afectaría el cubrimiento de la deuda pero si la liquidez de la compañía.

#### **Debilidades**

- Los usuarios finales se caracterizan por ser industrias pequeñas y medianas con poca capacidad de crecimiento e innovación y bajo nivel tecnológico.

**Oportunidades**

- Bajo consumo per capita de los productos y nivel de demanda insatisfecha.
- Crecimiento de ventas en mercados de Centro América y el potencial de crecimiento en el mercado americano.
- Uso de tecnología para nuevos productos.
- Integración vertical a través de la fabricación de una línea de productos terminados.
- Desarrollo de la industria RTA (Ready To Assemble) en los mercados regionales y modernización de varios segmentos de la industria del mueble.
- Ampliación de la red internacional de distribución mediante alianzas con clientes locales.
- Comportamiento positivo del sector de la construcción

**Fortalezas**

- La planta mas moderna y eficiente de Latinoamérica
- Liderazgo en el mercado de productos laminados de alta presión en varios países del Cono Sur.
- Líneas de producto con excelente concepción de diseño.
- Es la única compañía a nivel latinoamericano que puede producir diferentes dimensiones de producto acorde con las necesidades de cada mercado.
- Alianzas estratégicas con distribuidores para la penetración de nuevos mercados.
- La bodega de distribución en Bogotá, le permite atender oportunamente a sus clientes.
- Integración vertical y horizontal en varios aspectos claves del negocio, como la producción de materias primas y la producción de una línea de consumo final (Resinas-laminados-elementos)
- Centro de costos compartido en cuanto a la administración directiva de la compañía.
- Mejor estructura financiera como resultado de la colocación de los bonos.
- Riesgo cambiario mitigado a través de la cartera de exportación que representa el 65% de las ventas.

**Amenazas**

- Lenta recuperación de los países del área andina
- Encarecimiento de los costos de la energía en Colombia
- Crisis política en Venezuela que podría afectar las exportaciones a Venezuela y el comportamiento de la cartera.

**1. PERFIL DE LA EMPRESA****La industria**

El comportamiento del sector de la construcción, sector con el que se relaciona la demanda por productos fabricados por Lamitech, ha presentado una tendencia positiva a partir del año 2.002, e incluso ha sido considerado como una de las principales fuentes de apalancamiento de la economía colombiana en lo que va corrido del año 2003.

Durante el año 2001-2002 el sector inició una fase de reactivación después de un decrecimiento anual promedio del 6% durante el período 1997-2000. En el 2002 la economía colombiana registró un crecimiento de 1.5% y el sector de la construcción por su parte logró crecer 5.76% respecto al año anterior. Las licencias aprobadas hasta enero del 2003 crecieron 7.6% y las áreas en proceso de construcción habían registraron un crecimiento de 60%, áreas destinadas principalmente a la construcción de viviendas.

Para el primer semestre del 2003 la dinámica de crecimiento del sector se mantiene: " de junio de 2002 a mayo de 2003, el número de metros cuadrados creció en 20,8% al pasar de 9'390.645, en el lapso 2001-2002, a 11'343.900"<sup>1</sup>.

Finalmente, las cifras del DANE señalan un crecimiento del 36.6% de las licencias de construcción para agosto de este año en relación con el mismo mes del año pasado y un crecimiento del 24.5% de áreas aprobadas para la construcción (el 78% de las licencias aprobadas en agosto están destinadas a la construcción de vivienda).

El dinamismo del sector afecta directamente las ventas nacionales de Lamitech. Sus principales productos están destinados al recubrimiento de superficies de hogar y la aplicación de éstos puede además ser utilizada en el sector institucional, franquicias, almacenamiento, casas prefabricadas y/o oficinas abiertas.

La industria americana está dominada por empresas de gran tamaño, a diferencia del mercado europeo. Actualmente, la demanda absorbe el nivel de capacidad y no se observan ampliaciones en estas industrias, que hagan pensar en sobrecapacidad instalada. De hecho el mercado americano absorbe un nivel aproximado de importaciones del 5% de su mercado. Según cifras proporcionadas por Lamitech, el consumo de laminados en Estados Unidos está estimado en 140 millones de metros cuadrados, abastecido en un 50% por la empresa Wilson Art.

Los competidores regionales no tienen los estándares de calidad y diseño que Lamitech ha desarrollado. Por ejemplo, el ancho de las láminas requeridas por el mercado americano difícilmente lo producen los competidores locales, así como los colores y nivel de resistencia. Los precios, si bien responden a un mercado en competencia, están bastante segmentados de acuerdo al nivel de calidad y diseño de la lámina. Lamitech ha logrado una combinación adecuada entre productos de alto valor agregado y menor rotación, con productos de menor precio y mayor rotación. Adicionalmente, tiene un conocimiento profundo de la cadena de distribución, lo que le permite diferenciar precios óptimamente.

El mercado europeo tiene una producción excedentaria de aproximadamente 80 millones de metros cuadrados. Esta producción se destina principalmente a los mercados asiáticos. A diferencia de Estados Unidos, no existen productores de tamaño considerable y ninguna empresa controla más del 12% del mercado. Se destaca la empresa Abet Laminati, con una capacidad instalada de 30 millones de metros cuadrados. Los laminados europeos tienen

<sup>1</sup> Revista Dinero. "La nueva dinámica". Julio 2003

características de tamaño muy específicas y por tanto no son un sujeto de exportación a los mercados americanos, dominados por tamaños y especificaciones de Estados Unidos.

**Productos**

La compañía cuenta con variados productos clasificados en tres categorías, las cuales comercializa bajo diferentes marcas y a diferentes mercados:

- a. Productos laminados decorativos de alta presión
  - ☛ Lamitech
  - ☛ Formica
  - ☛ Formalite
  - ☛ Generika
  - ☛ Koralite (marca venezolana adquirida en el 2002)
  - ☛ Laminati (marca venezolana, propiedad de Polifilm, su adquisición será perfeccionada a finales de 2003)
- b. Elementos Termolaminados
  - ☛ Precisa
- c. Elementos posformados

El marco regulatorio para la exportación de sus productos y la importación de las materias primas se rige por políticas de importación y exportación a países vecinos y por los acuerdos actuales de comercio exterior de los que Colombia hace parte a saber:

1. Plan Vallejo
2. Pacto Andino
3. Aladi y
4. ATPDEA

Así pues la importaciones de materia prima proveniente Venezuela se realizan bajo el marco del Plan Vallejo.

Las exportaciones se encuentran reguladas por tres aspectos principalmente:

- a) Tendiendo en cuenta su posición geográfica y la de sus clientes la compañía hace uso del Pacto Andino
- b) Las exportaciones destinadas a Estados Unidos están reguladas por el ATPDEA
- c) A causa de la crisis venezolana el gobierno de éste país estableció un nuevo mecanismo de pagos para las importaciones que se realicen en el marco de la ALADI, así "esta norma permite la importación, con divisas oficiales, de la totalidad de los productos de exportación de los países miembros, siempre y cuando su pago se canalice a través del Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos de la ALADI"<sup>2</sup>. El exportador envía una factura pro forma al importador quien a su vez recurre a Cadivi y solicita la Autorización de Adquisición de Divisas (AAD), a través de un operador autorizado. El despacho de la mercancía solo podrá ser realizado una vez se halla conseguido la ADD, "las divisas serán liquidadas a la tasa oficial vigente en la fecha en la que

<sup>2</sup> Proexport Colombia. "Cómo exportar a Venezuela bajo ALADI?"

el Banco Central de Venezuela realice el cargo al operador cambiario para pagar la operación"<sup>3</sup>.

Ésta última disposición es muy importante para Lamitech si se tiene en cuenta que sus ventas a Venezuela representan un importante porcentaje de las ventas al exterior, las cuales son realizadas a través de su aliado estratégico Laminova.

**Accionistas**

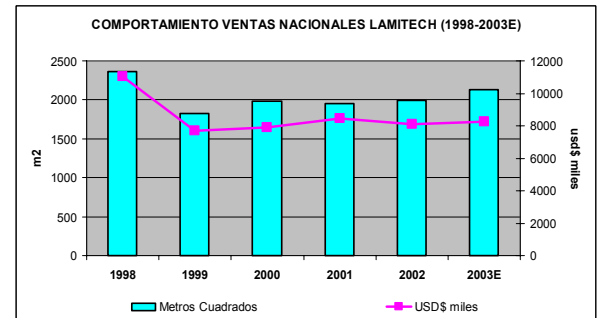
	No. De Acciones	
Latin American Investors LTD	81.737.954	14,70%
Walton Trading LTD	3.697.581	0,67%
Proyectos Corpor E.U.	16.829.076	3,03%
Luneville Entreprises INC:	351.892.076	63,31%
Caldwell Resources LTD	6.427.503	1,16%
Sintéticos S.A.	95.267.574	17,14%
<b>TOTAL</b>	<b>555.851.764</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Lamitech

**Participación en el mercado local**

La demanda por laminado en Colombia está estimada en 2400 metros cuadrados por año. Lamitech vende y produce actualmente para el mercado nacional, 2200 metros cuadrados supliendo el 91.67% de la demanda.

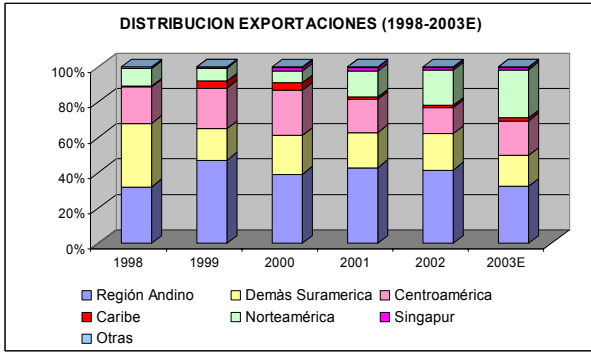
Las ventas de Lamitech en el mercado nacional han tenido una tendencia más o menos constante y con base en el resultado obtenido hasta septiembre del 2003, se espera que el año finalice con un aumento del orden de 6.96% en el volumen de ventas nacionales frente a las obtenidas el año anterior, ello producto del crecimiento experimentado por el sector construcción; basado en esto, la compañía espera obtener un crecimiento de las mismas proporciones para el año 2004 y continuar con una tendencia ascendente a partir del 2005



**Participación en el mercado internacional**

Las exportaciones de Lamitech se concentran en el continente americano en un 90%. Así mismo, dentro del total de exportaciones las realizadas a Chile, Venezuela y Estados Unidos concentran el 58%

<sup>3</sup> Ibidem



La comercialización de los productos a Chile es realizada de manera directa con el cliente. Las exportaciones a Estados Unidos y Venezuela, se realizan a través de distribuidores en estos países. En el caso norteamericano el distribuidor es la compañía Patrick Industries quien es uno de los más importantes distribuidores para las industrias de RV (Recreational Vehicles) y MH (Manufactured Housing) y tiene un acuerdo de exclusividad de distribución en el mercado norteamericano. Por su parte, el 90% de las exportaciones a Venezuela se hacen a través de su aliado estratégico Laminova S.A. cuyas marcas son líderes en el mercado venezolano y cuentan con un buen posicionamiento dentro del mismo. Desde el año 2002 aproximadamente, Laminova decidió sustituir el 40% de su producción por compras a Lamitech, sin embargo es en éste año donde el crecimiento de exportaciones de metros cuadrados a éste país empieza a deteriorarse: de un crecimiento obtenido del 27.1% en el año 2001, las exportaciones a Venezuela aumentan 3.8% en el 2002 para terminar en un decrecimiento esperado para el año 2003 en niveles de -43.7%, proyección que ya tiene en cuenta los resultados reales de la venta a ese país hasta octubre del mismo año.

En el 2001 Lamitech logró aumentar sus volúmenes exportados a niveles de 5130 metros cuadrados (16% mas de lo obtenido en el año anterior), en el año 2002 se presentó un menor crecimiento (14.8%) pero es en el 2003 cuando se refleja el real impacto de la crisis económica afrontada por la economía de los países receptores de sus exportaciones: por primera vez el crecimiento anual de exportaciones arrojó resultados negativos (-0.3%)

La disminución de volúmenes de ventas se presentó principalmente en el grupo de la Región Andina el cual pasó de representar en el 2002 el 41.5% del total de las ventas exportadas a participar con el 32.1% de las ventas esperadas para el 2003 teniendo en cuenta resultados reales hasta 31 de octubre. La caída más importante dentro de este grupo se dio en las exportaciones a Venezuela que pasaron del 26% del total de las exportaciones al 14%. A ello se suma un leve caída en las ventas a Chile, las cuales pasaron de 1131 metros cuadrados en 2002 a 985, cifra esperada para el cierre del 2003

La caída del volumen vendido en la región andina en el período 2002 y el estimado para el 2003, se vio compensado casi totalmente por un aumento de ellas a Centroamérica y a Estados Unidos las cuales pasaron de 15% y 19.9% al 19.6% y 27.3% del total exportado. Lamitech proyecta un crecimiento sostenido en el mercado norteamericano que conllevará a un aumento de la cantidad de metros cuadrados

del orden del 56.42% en un periodo de cinco años. El éxito de dicha proyección dependerá sin embargo de la inversión de investigación y desarrollo y en mejoras a la capacidad instalada que la compañía lleve a cabo, así mismo como su capacidad de negociación y adaptación a nuevos mercados.

Hacia un futuro la compañía planea aumentar su participación en los países del cono Sur, Centroamérica (se prevé contar con un crecimiento del 15% de las ventas a México para los próximos años) y el Caribe, teniendo en cuenta que el consumo de laminado per capita en Latinoamérica (0.11) aún no ha alcanzado el promedio mundial, el cual para el caso de Estados Unidos se encuentra en 0.52 y para Europa se sitúa en 0.49

Según estadísticas de Lamitech, ésta participa actualmente con el 3.61% del total de las ventas de la industria en América, destacándose su participación en los mercados chilenos y ecuatorianos en donde concentra más del 60% de participación. Su participación en Estados Unidos aún es bastante modesta (0.29%), ello debido a las altas condiciones de calidad que exige este mercado y al gran grado de competencia presentado en él (la capacidad instalada de los tres mas grandes competidores, es capaz de suplir toda la demanda del país sin necesidad de recurrir a importaciones).

#### MERCADO POTENCIAL. PARTICIPACIÓN DE LAMITECH (2003)

	Miles de M2	%
<b>Estados Unidos</b>	<b>140.000</b>	<b>0,29%</b>
Wilson Art	70.000	
Formica Corp	28.000	
Nevamar	22.400	
Pionner Plastics	12.600	
Importados	7.000	
Mexico	5.000	10,00%
Centro America	1.000	31,50%
Puerto Rico	3.500	6,57%
Caribe	500	22,00%
<b>Sur America</b>	<b>40.400</b>	<b>13,14%</b>
Brasil	25.000	1,00%
Argentina-Uruguay-Paragua	5.000	0,00%
Venezuela	4.500	32,22%
Colombia	2.400	91,67%
Perú	1.300	23,08%
Chile	1.200	62,50%
Ecuador	500	64,00%
Otros	500	8,00%
<b>TOTAL</b>	<b>190.400</b>	<b>3,61%</b>
<b>TOTAL SIN USA</b>	<b>50.400</b>	<b>12,83%</b>

Fuente: Lamitech

#### Materia Prima

85% de la materia prima utilizada por Lamitech para la fabricación de sus productos es importada, dichas compras no se encuentran concentradas en un sólo proveedor: el Fenol y la Melamina provienen de proveedores de Estados Unidos, Suecia, Alemania y Japón y al ser un commodity su precio depende del comportamiento del precio del petróleo en las bolsas internacionales. El papel (papeles decorativos, estamapados y Kraft), proviene en su mayoría del continente europeo y una mínima parte de Estados Unidos.

Finalmente, el 15% restante de la materia prima (formol, azúcar, urea, metanol, sustratos y madefilm ) es adquirida en el mercado nacional.

**Clientes**

La cartera de clientes es atomizada, aunque se encuentran clientes de exportación con una participación superior al 5% de ventas totales. Con algunos de ellos, como Laminova, el riesgo de concentración se ve mitigado por la existencia de una alianza estratégica de largo plazo.

En el mercado nacional los clientes son en su mayoría PyME's con limitada capacidad de importación.

La comercialización de los productos se hace a través de grandes distribuidores y a través de alianzas internacionales que han permitido incrementar la participación en diferentes mercados.

**2. ANÁLISIS FINANCIERO**

El comportamiento de las ventas de Lamitech ha presentado una tendencia positiva. El año 2001 finalizó con un crecimiento de las ventas que ascendió a 28.56% respecto a las obtenidas el año inmediatamente anterior. Al cierre del año 2002, si bien no se experimentó un decrecimiento de las ventas, el crecimiento obtenido fue menor (16%), ello explicado por la disminución del nivel de exportaciones producto de la crisis económica afrontada por la región andina. Finalmente, las ventas consolidadas a septiembre 30 de este año presentan un aumento del 21.7% respecto a las acumuladas para el mismo período del año anterior, ello es un reflejo de acciones llevadas a cabo por Lamitech tendientes a la mejor comercialización de los productos las cuales incluyeron la compra de la marca Korallite a finales del año 2002 y la compra de las marcas Laminati y Lamitech a finales de este año.

La disminución en las ventas al exterior, como porcentaje del total de las ventas, fue compensada con el aumento de las ventas nacionales y por el aumento de venta de materia prima a Venezuela (Laminova), las cuales pasaron de 443 millones de pesos en 2002 a 1.004 millones de pesos a finales de septiembre de este año.

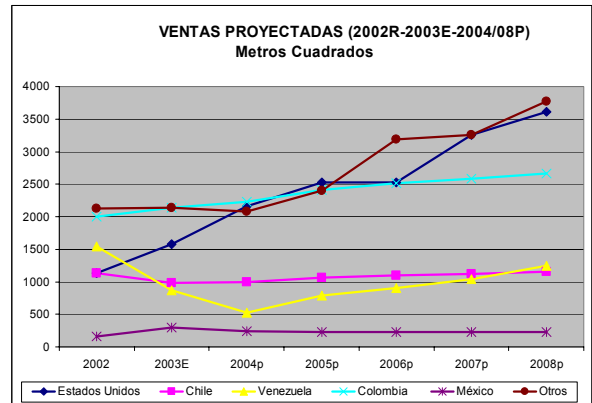
**VENTAS LAMITECH EN DÓLARES, METROS CUADRADOS Y PRECIO DE VENTA (SEPT-02 VS. SEPT-03)**

	2,002	2,003	Cambio
Ventas USD\$ Nacional	6,401,348	6,962,949	8.07%
Ventas USD\$ Exportación	13,146,244	12,483,748	-5.31%
Ventas M2 Nacional	1,561,021	1,719,777	9.23%
Ventas M2 Exportación	4,556,386	4,358,835	-4.53%
Precio USD/M2 NaI.	4.13	4.02	-2.72%
Precio USD/M2 Exportación	2.89	2.86	-1.01%

Fuente: Lamitech

Se espera que el nivel de ventas siga presentando una tendencia positiva, debido básicamente a la recuperación esperada de los mercados que por las crisis económicas enfrentadas se vieron deprimidos. Así mismo, se espera que

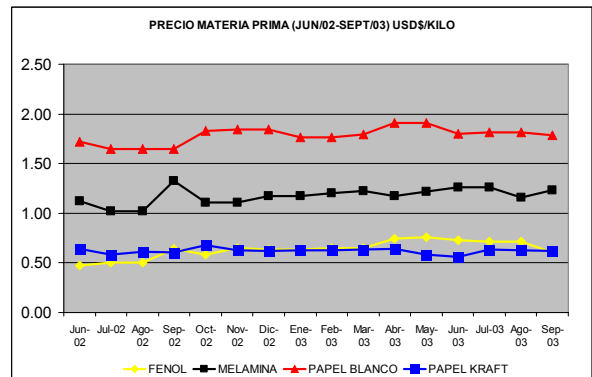
el crecimiento obtenido en mercados como el estadounidense y el centroamericano sigan consolidándose como lo han venido haciendo y por lo tanto que Lamitech siga ocupando su papel de liderazgo en el mercado nacional.



Fuente: Lamitech

**Rentabilidad**

El margen Bruto de Lamitech tuvo un leve decrecimiento a septiembre de 2003 en comparación con septiembre del año anterior; ello como consecuencia del mayor crecimiento experimentado por el costo de venta frente al obtenido por las ventas: mientras el costo de venta aumentó 28.5% las ventas lo hicieron en 21.68%: la situación cambiaría del país y el comportamiento de los precios de la materia prima, tuvieron un efecto positivo sobre el costo de compra de materia prima proveniente del exterior, efecto que sin embargo, no fue suficiente para compensar la caída de volumen en las exportaciones y el efecto cambiario sobre ellas.



El margen operativo que históricamente se hallaba en niveles entre 17% y 15%, experimentó una importante mejoría al pasar a 20.8% a finales del 2002. Para septiembre del 2003, el margen vuelve a su promedio histórico al situarse en 14.4%. Los gastos de mercadeo y ventas registrados hasta el mes de septiembre crecieron 13.22% respecto al mismo período del año anterior, debido la inversión en publicidad en Estados Unidos y la amortización de la marca Korallite; adicionalmente, durante el trimestre julio - septiembre se cancelaron comisiones por ventas de exportación por valor de USD196.953

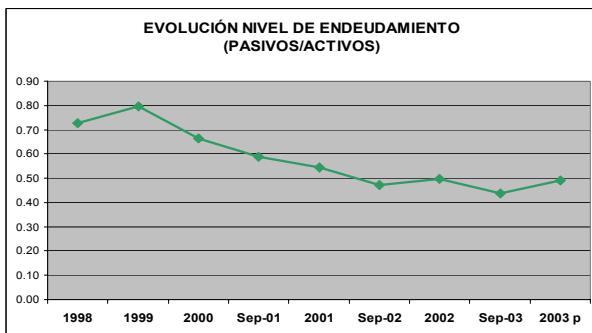
Los gastos de administración que en septiembre del 2002 ascendieron a \$2.325 millones de pesos, al corte de septiembre 30 de este año, se ubicaron en \$6.647 millones, debido al aumento en la provisión de cuentas de difícil cobro la cual hace referencia en su mayoría a la cartera con Venezuela. Cabe anotar sin embargo, que si bien éste cargo va a afectar el margen operacional futuro, se espera que el efecto positivo que éstas adquisiciones tengan sobre las ventas (exportaciones a Venezuela), compensen dicho cargo, así mismo, al ser éste un cargo no monetario, el efecto que dichas amortizaciones tienen sobre el flujo de caja es nulo salvo por el efecto impositivo respectivo.

De otro lado, se realizaron pagos por concepto de Honorarios a la compañía EMU quien se encarga de la administración de Lamitech y de los reportes a la Junta Directiva.

Consecuencia de la revaluación presentada en lo corrido del año, los ingresos por Diferencia en Cambio tuvieron un comportamiento a la baja al pasar de 4.288 millones de pesos en el 2002 a 11 millones en el 2003, del mismo modo, los egresos por diferencia en cambio se redujeron de 1645 millones a 318 en el mismo período. Estos movimientos y el peso que sobre las ventas representan los gastos financieros (7.46%), dieron como resultado la disminución del margen de utilidad antes de impuestos y su subsiguiente efecto en el margen neto, el cual pasó de 19% en septiembre del año anterior a 7.2% en septiembre de este año.

**Endeudamiento**

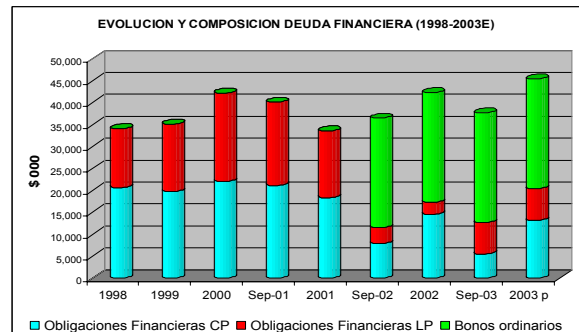
El nivel de endeudamiento de la compañía medido como el total de pasivos sobre el total de activos, se encuentra en niveles adecuados. Después de haber experimentado niveles de endeudamiento del orden de 54% en el año 2001 y 50% en el 2002, la compañía registra a septiembre del 2003 un nivel de endeudamiento que asciende a 44% producto de la disminución de su deuda a corto plazo, la cual se encontraba para diciembre del 2002 en niveles de \$14.573 millones de pesos y que actualmente registra \$5.553 millones. Los recursos para el pago de esta deuda provinieron de la generación interna de fondos de la compañía resultado de las relativamente bajas necesidades de capital de trabajo.



La compañía presenta actualmente una sana composición de deuda la cual le permite tener una holgada flexibilidad financiera.

A finales del 2002 el 34.4% del total de pasivos financieros era de corto plazo, para septiembre de este año se redujo a 14.7%. No obstante, se espera que el índice termine en

niveles superiores al 28% debido a la adquisición de nuevos créditos destinados a la financiación de la inversión en CAPEX por valor de \$3.071 millones y a la compra de las marcas Lamitech y Laminati propiedad de Polifilm de Venezuela por \$5.958 millones, así mismo, se prevé la recompra del 18.3% de sus acciones a las compañías Sintéticos S.A. y Cadwel Resources por un valor aproximado de USD\$ 3. En el año 2005, se prevé la compra de una prensa a la empresa Laminova, también de Venezuela por valor de USD\$7 millones de dólares, compra que se pagará con las cuentas por cobrar que tiene Lamitech a Laminova y el resto con endeudamiento financiero. Se espera que estas inversiones generen un aumento en la participación de la compañía en el mercado venezolano con su consecuente efecto sobre el nivel de exportaciones.



**Capital de Trabajo**

Para septiembre de 2003 la compañía aumentó sus días período de cobro a 114 comparado con los 97 con que operaba al finalizar 2002, sin embargo, éste indicador disminuyó si se le compara con el alcanzado en el mismo período del año anterior (128), es así como para este período la generación de fondos derivada del cobro de cartera es mayor al aportado por la misma un año atrás.

Además, se debe tener en cuenta que la actual situación de Venezuela (cobro a través de Cadivi), si bien aumenta el promedio de días de cobro de la cartera de ventas al exterior, también asegura el pago de la misma. La evolución de este indicador dependerá tanto del poder de negociación de la compañía en los nuevos mercados en los que incursione como de la recuperación de los mercados donde ya tiene presencia.

Por otra parte, los días por pagar a proveedores aumentaron pasando de niveles de 112 y 108 en septiembre y diciembre del año pasado respectivamente a 116 en septiembre de este año.

Así pues, y como resultado de la combinación de ambos factores (disminución de los días por cobrar y aumento de los días por pagar), se presentó una menor necesidad de capital de trabajo a septiembre de 2003 en comparación con el 2002. A diciembre de 2002 las necesidades de capital de trabajo ascendieron a \$2.428 millones de pesos, 12.1% del Ebitda y para septiembre del 2003 éstas se ubicaron en \$1.508, 9.7% del Ebitda.

## CAPEX

La actual capacidad instalada de Lamitech asciende a 10.6 millones de metros cuadrados con una utilización del 72%, lo cual permite apoyar adecuadamente el crecimiento esperado para los próximos dos años. A partir del año 2005 se requerirá hacer una inversión adicional por valor de US\$7 millones en la prensa IV para soportar su crecimiento futuro, incrementando su capacidad en 4 millones de metros cuadrados. No obstante, la realización de la inversión dependerá del comportamiento de las ventas y la penetración en nuevos mercados por parte de Lamitech.

## FLUJO DE CAJA

Las coberturas de la deuda financiera (incluyendo la emisión) son bastante amplias. Los rangos mínimo y máximos de cobertura de los mismos durante la proyección de la emisión (teniendo como base el crecimiento de sus ventas y posicionamiento en el mercado internacional así como los efectos que sobre sus resultados operacionales puedan tener las nuevas inversiones tanto en marcas como en maquinarias) son los siguientes:

- La cobertura del Flujo de Caja Libre sobre el servicio de la deuda (incluyendo egresos por diferencia en cambio), llega a su mínimo nivel de 2.08 en el año 2005, año en el que el nuevo endeudamiento financiero, con el objeto de ampliar la capacidad productiva, está programado; el cubrimiento alcanza su punto máximo cuando asciende a 7.79 en el año 2011, ello sin tener en cuenta que una vez se de el pago total de la emisión este indicador se ubicaría en 18.00
- El cubrimiento del Flujo de Caja Libre sobre el total de la Deuda Financiera (Obligaciones financiera a corto y largo plazo y bonos emitidos), tiene un punto mínimo de nuevo en el año 2005 (0.35) y alcanza su punto máximo en el año 2011
- Finalmente a septiembre de 2003, el cubrimiento del EBITDA sobre el total de la Deuda Financiera se encontró en niveles de 41% , se espera que el indicador se situé en niveles de 45% al cierre de este año. Así mismo , Lamitech espera que para el año 2005 este indicador se reduzca a 39% debido básicamente al nivel de endeudamiento necesario para llevar a cabo la adquisición de maquinaria antes mencionada, para el año 2008 y luego de realizado el pago de la serie B1 por \$1.500 millones, el índice se ubica en 114%. El cubrimiento de ahí en adelante se ubica en niveles superiores al 100%

Lo anterior demuestra que la compañía, basado en los factores antes descritos, y tal como lo refleja la calificación obtenida goza de una buena capacidad de repagar oportunamente capital e intereses, con un riesgo incremental limitado en comparación con las emisiones calificadas con la categoría más alta.