

Construcciones El Cóndor S.A.
Bolsa de valores de Colombia/ELCONDOR

Primera cobertura o cobertura continua

Fecha de valoración: marzo de 2017

Recomendación: Comprar

Precio de la acción \$1,150 y valor del COLCAP 1,351.68; COP a diciembre de 2016

La acción presenta gran potencial de valoración por estar subvalorada respecto a su precio objetivo
Entorno favorable del sector de construcción de infraestructura en Colombia y exterior
El precio esperado a alcanzar en el mes 12 es de \$1,653

Tabla de valoración con los datos financieros más destacados

	2,017 p	2,018 p	2,019 p	2,020 p	2,021 p
WACC (Nominal COP)	9.70%	9.47%	9.89%	9.83%	9.55%
NOPAT (millones COP)	75,077	86,703	97,316	102,730	108,469
FCL (millones COP)	71,690	82,174	92,560	97,736	103,225
ROE	17.60%	18.43%	18.51%	18.59%	18.68%

Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización bursátil: \$660,551 millones COP a diciembre de 2016
Acciones en circulación: 574,365,820
Volumen promedio diario DEL ÚLTIMO AÑO: 179,816
Bursatilidad: IBA – BAJA BURSATILIDAD (Superintendencia Financiera de Colombia, 2016)
Participación índice: 0%
Cotiza en: Bolsa de Valores de Colombia
Beta: 0.92
Rango último año: \$1,020 - \$1,235 COP

Apreciación global de la compañía

Localización: Medellín - Colombia
Industria: Construcción – Sector infraestructura
Descripción: empresa de ingeniería con más de 37 años en el desarrollo de infraestructura en Colombia mediante la construcción de obras y la inversión principalmente en concesiones.
Productos y servicios: construcción e inversión
Sitio web de la compañía: www.elcondor.com

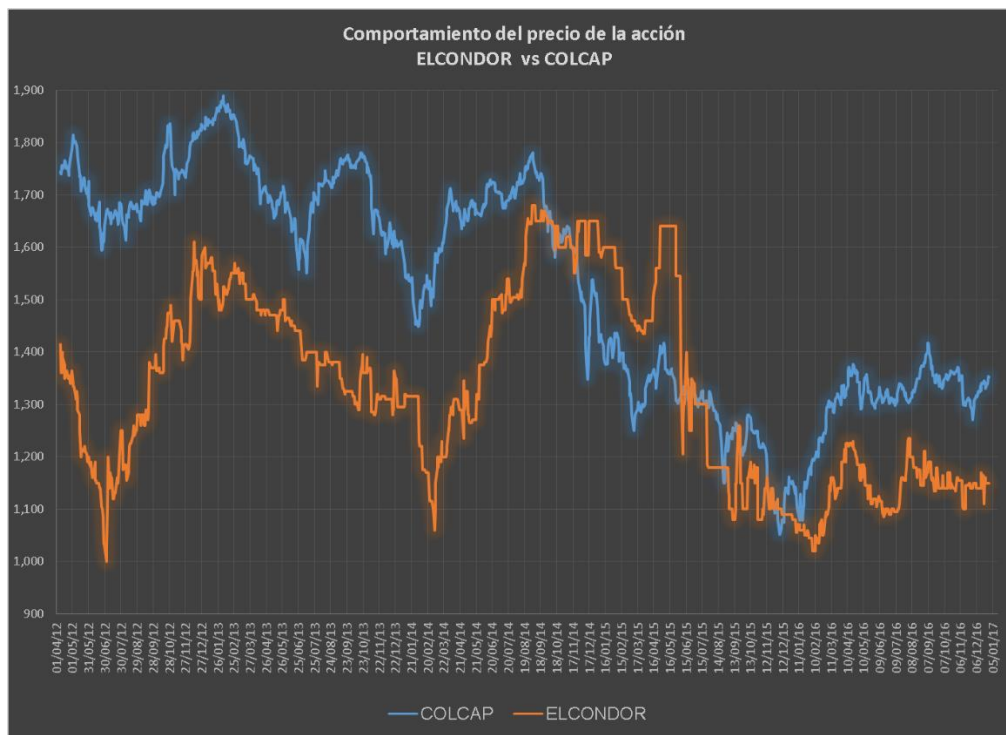
Analistas:
Carlos A. Parra Rodríguez

Directora de la Investigación de Inversión:
Sandra Constanza Gaitán Riaño

Asesor de Investigación:
Simón Restrepo Barth

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

Gráfica 1. Comportamiento acción ELCONDOR



Fuente: valoración con datos del portal de la Bolsa de Valores de Colombia (2017).

La gráfica presenta el comportamiento de la acción ELCONDOR en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) desde su emisión en el 2012 a enero de 2017. Para el cierre del 2016 el precio de la acción se incrementó en un 6.48% respecto a 2015, al pasar de \$1,080 a \$1,150 COP. Lo anterior mejoró el comportamiento que venía presentando la acción, la cual decreció en un 34.55% de 2014 a 2015. De otro lado, se puede apreciar el índice COLCAP que presentó una tendencia similar a la apreciada para la acción ELCONDOR. La situación de la acción ha estado acorde al comportamiento de la economía colombiana la cual se ha visto afectada por los incrementos inflacionarios, que a su vez han afectado las tasas de interés; también han influido la volatilidad de los mercados internacionales, los problemas internos del país, como el paro camionero, y los fenómenos climáticos, entre otros (Construcciones El Cóndor, 2016).

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Se recomienda la COMPRA de la acción ELCONDOR por su potencial de valoración del 43.7% respecto al precio de la acción a diciembre de 2016. El valor objetivo de la acción se estimó por el método de flujo de caja libre descontado (FCLD) que se soporta en las proyecciones de la empresa, las cuales están basadas en sus resultados históricos de los estados financieros consolidados (Construcciones El Cóndor, 2013-2016), la trayectoria, las condiciones, en sus proyectos adjudicados para facturar o ejecutar (backlog) a 2016 (Construcciones El Cóndor, 2016a) y en las perspectivas de la construcción, sector infraestructura, con la puesta en marcha de la 4G y las asociaciones público privadas APP (Clavijo, 2014).

TESIS DE INVERSIÓN

La empresa Construcciones El Cóndor cuenta con una trayectoria de más de 37 años de experiencia en el desarrollo de proyectos de infraestructura, tanto públicos como privados, en Colombia, posicionándose como la segunda empresa con mayor volumen de activos, solo superada por Concreto, en el sector de la construcción de infraestructura (Superintendencia de Sociedades, 2016b). Lo anterior, sumado a la capacidad técnica, el talento humano y el clima organizacional, la perfilan como una de las empresas más importantes en el desarrollo de megaproyectos de infraestructura, tales como las vías de cuarta generación o 4G (Quintero y Barriga, 2014).

Al cierre del 2015 el backlog de Construcciones El Cóndor sumó más de 3 billones de pesos, lo cual representó un aumento de más del 60% respecto al año anterior, siendo el más alto alcanzado por la compañía en su historia. Lo anterior se vio reflejado gracias a las obras adjudicadas de varios proyectos de las vías 4G y APP.

En el 2016 su backlog mostró una disminución a 2,69 billones de pesos debido a los ingresos operacionales a diciembre de 2016 y al ajuste en \$100,752 millones COP por la reducción del proyecto Concesión Cesar Guajira, lo cual, para el año en curso y venideros, le representa grandes retos a El Cóndor en materia de ejecución y facturación a fin de cumplir las metas propuestas de los proyectos (ejecución de backlog).

VALORACIÓN

Para determinar el precio objetivo de la acción ELCONDOR a diciembre de 2016 se empleó la metodología de FCLD para las proyecciones de los años 2017 a 2021 teniendo como precedente los estados financieros consolidados, los cuales incluyen los estados financieros de las sociedades Vías de la Américas S.A.S., Cesar Guajira S.A.S. y Ruta al Mar S.A.S. Adicionalmente, se tuvieron en cuenta las expectativas de ejecución del backlog a diciembre de 2016.

Los flujos proyectados se descontaron a valor presente empleando el costo promedio de capital (WACC), el cual se determinó como muestra la siguiente tabla.

Tabla 1. Cálculo de WACC

	2,017 p	2,018 p	2,019 p	2,020 p	2,021 p
Rend. Bonos tesoro US a 10 años (Rf)	2.48%	2.48%	2.48%	2.48%	2.48%
Rend. S&P	5.92%	5.92%	5.92%	5.92%	5.92%
β_u desap. sector engineering/construction	0.926	0.926	0.926	0.926	0.926
β_L apalancado	1.39	1.41	1.44	1.44	1.44
D/E Construcciones El Cóndor	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83
Tasa de impuestos en Colombia (T)	40%	37%	33%	33%	33%
Tasa Riego País (TRP)	2.71%	2.71%	2.71%	2.71%	2.71%
Ke (USD) rentabilidad de la acción	9.95%	10.03%	10.13%	10.13%	10.13%
Ke (COP) rentabilidad de la acción	12.02%	10.74%	11.50%	11.31%	10.88%
Inflación US	2.37%	2.54%	2.33%	2.31%	2.31%
Inflación COP	4.30%	3.20%	3.60%	3.40%	3.00%

Devaluación	1.89%	0.64%	1.24%	1.07%	0.67%
Kd calculado con tasa prom. 2016	11.49%	12.59%	11.84%	11.99%	11.84%
Kd * (1-T)	6.89%	7.93%	7.93%	8.03%	7.93%
D/(D+P)	45.24%	45.24%	45.24%	45.24%	45.24%
P/(D+P)	54.76%	54.76%	54.76%	54.76%	54.76%
WACC (Nominal COP)	9.70%	9.47%	9.89%	9.83%	9.55%
WACC promedio (2017 - 2021)	9.69%				

Fuente: valoración con información de los estados financieros consolidados Construcciones El Cónдор, Banco de la República de Colombia (2017), The World Bank (2017), Damodaran (2017) y PWC (2017).

Con los datos obtenidos se promedió el WACC de los 5 años proyectados y un gradiente de continuidad (g) 3.5, para determinar que el valor presente de la operación es de \$1.4, el valor de la empresa de \$1.6 y el valor de patrimonio \$0.95 billones COP, respectivamente. Por lo anterior, y teniendo como consideración las acciones en circulación al cierre de 2016, el valor objetivo de la acción se ubicó en \$1,653 COP con un potencial de valorización del 43.7%, respecto al precio de la acción en el mercado. En la tabla siguiente se observa el resumen de lo anterior.

Tabla 2. Resumen de la valoración

Valoración de la empresa	
WACC promedio (2017 - 2021)	9.69%
Gradiente de continuidad (g)	3.50%
VPN del FCL	336,341
Valor residual	1,727,084
VPN residual	1,087,818
Valor de la operación	1,424,160
(+) Excedentes de liquidez	200,349
Valor de la empresa (activos)	1,624,510
(-) Pasivos financieros a dic 31 de 2016	(675,231)
Valor estimado del patrimonio (Equity)	949,278,
Precio objetivo	\$ 1,653
Precio acción a dic 31 de 2016, COP	\$ 1,150
Núm. de acciones en circulación, en miles	574,366
COP	

Fuente: valoración con información de los estados financieros consolidados Construcciones El Cónдор.

A fin de estimar las variaciones del precio respecto a varios escenarios de las variables WACC y g se corrió el siguiente análisis de sensibilidad, encontrando que el precio objetivo variaría entre \$1,098 a \$2,733.

Tabla 3. Análisis de sensibilidad

Tasa de crecimiento (g)	WACC				
	8.69%	9.19%	9.69%	10.2%	10.7%
\$ 1.653					
2.50%	1,739	1,542	1,373	1,227	1,098
3.00%	1,922	1,695	1,503	1,337	1,193
3.50%	2,140	1,875	1,653	1,464	1,301
4.00%	2,405	2,089	1,829	1,611	1,426
4.50%	2,733	2,350	2,040	1,785	1,571

Fuente: valoración con información de los estados financieros consolidados Construcciones El Cóndor.

Adicionalmente, se realizó una valoración por múltiplos comparando el 2016 y el 2017 proyectado con el sector de ingeniería/construcción (Damodaran, 2017) y empresas comparables del sector construcción-infraestructura (Bloomberg, 2017). Como se aprecia en la tabla 4 Construcciones El Cóndor, respecto al sector, se encuentra subvalorada.

Tabla 4. Múltiplos Construcciones El Cóndor vs. sector construcción mercados emergentes

Múltiplos comparables	2,016	2,017 p	S. Construcción (mercados emerg.)	Sector vs. 2,016	Sector vs. 2,017p
EV / EBIT	5.94	9.63	13.89	Subvalorada	Subvalorada
EV / EBITDA	5.12	7.57	9.94	Subvalorada	Sobrevalorada
EV / Ventas	1.93	1.57	0.70	Sobrevalorada	Sobrevalorada
Price to Earnings P/E	3.54	8.36	16.19	Subvalorada	Subvalorada
Price to FCL	1.56	13.24	11.70	Subvalorada	Sobrevalorada
Price to Sales	1.06	1.24	2.59	Subvalorada	Subvalorada

Fuente: valoración e información de Damodaran (2017) y Bloomberg (2017).

La tabla 5 presenta los múltiplos de algunas empresas comparables del sector con Construcciones El Cóndor para lo corrido del año 2017.

Tabla 5. Múltiplos comparables del sector de construcción-infraestructura

Nombre	Mkt Cap (COP)	Last Px (COP)	P/E	ROE	Dvd 12M Yld	EV/BE EBITDA Curr Yr	EV/BE Sales Curr Yr	P/FCF
CONCRETO S.A.	1,117,241	985	11.00	7.88	2.10	9.86	1.03	-
AUTOPISTAS DEL SOL S.A.	1,358,272	15,368	25.00	90.80	-	-	-	19.84
GRANA Y MONTERO S.A.A.	1,376,265	2,085	177.00	0.33	2.02	4.34	0.53	5.72
GRUPO CONCESIONARIO DEL OESTE	716,849	4,480	23.00	62.50	1.68	-	-	10.86
CONST. EL CÓNDOR S.A.	614,571	1,070	3.30	24.40	4.52	2.41	1.47	2.71
ODINSA S.A.	1,674,210	8,540	1.70	62.50	-	3.86	2.68	-

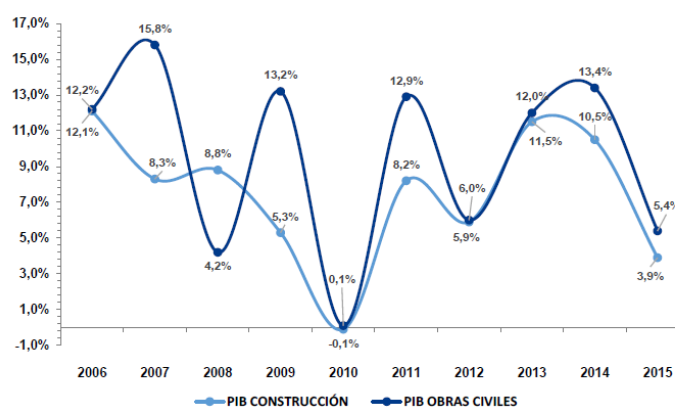
EMPRESA CONST. MOLLER	565,939	2,736	12.00	15.30	8.18			5.62
G. ROTOPLAS SAB DE CV	1,709,759	3,516	24.00	6.72	1.08	11.12	1.77	25.50

Fuente: valoración con información de Bloomberg (2017).

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

En la gráfica se observa el comportamiento del PIB para la construcción, para los sectores construcción y obras civiles, desde 2006 a 2015. El crecimiento del PIB para el 2015 de las obras civiles fue de 3.9% respecto a 2014 (Superintendencia de Sociedades, 2016).

Gráfica 2. Comparativo PIB Construcciones vs PIB Obras civiles 2006-2015



Fuente: DANE – Cuentas Nacionales Trimestrales – Grandes Ramas

Fuente: Superintendencia de Sociedades (2016b).

La construcción de obras civiles es uno de los indicadores que más incide en el crecimiento y desarrollo del país (DANE, 2017). Por lo tanto, cada trimestre de cada año el DANE mide el Indicador de Inversión en Obras Civiles (IIOC) establecido con el nivel de pagos que realizan las entidades públicas o privadas. Para el 2016 este indicador (IIOC) presentó un incremento de 2.2% respecto a 2015, el cual a su vez había tenido un crecimiento de 5.2% respecto a 2014. Las actividades que más le aportaron a esta variación positiva fueron la construcción de carreteras, calles, caminos, puentes, carreteras sobreelevadas, túneles y construcción de subterráneos. De otro lado, las que menos contribución presentaron fueron la construcción para la minería, centrales generadoras eléctricas y tuberías para el transporte.

En el 2015 reportaron información financiera 1,224 empresas pertenecientes al sector infraestructura, ante la Superintendencia de Sociedades, de las cuales el 22.5% y el 77% corresponden a empresas grandes y a mipymes, respectivamente. Del sector se puede destacar que el 78% de los ingresos totales pertenecen a grandes empresas, los cuales ascendieron a más de 26.9 billones COP (Superintendencia de Sociedades, 2016).

En la tabla 6 se observa el listado de las diez empresas del sector de infraestructura de transporte con los mayores ingresos para el 2015, año para el cual Construcciones El Cóndor ocupó el puesto 4 con una variación positiva del 30.8%, respecto al año anterior.

Tabla 6. Principales empresas por ingresos 2015, sector de infraestructura

Razón social	Total ingresos		Var (%)
	2,014	2,015	
1 CONCRETO S.A.	867,738	1,015,683	17.0%
2 MINCIVIL S.A.	415,493	564,066	35.8%
3 MORELCO S.A.S.	554,789	537,522	-3.1%
4 CONSTRUCCIONES EL CÓNDOR S.A.	396,948	519,087	30.8%
5 CSS CONSTRUCTORES S.A.	539,781	513,397	-4.9%
6 CONSTRUCTORA COLPATRIA S.A.	202,843	459,060	126.3%
7 CBI COLOMBIANA S.A.	1,157,509	445,085	-61.5%
8 VALORES Y CONTRATOS S.A. VALORCON S.A.	310,256	416,606	34.3%
9 ELÉCTRICAS DE MED. -ING. Y SERV. S.A.	208,821	399,246	91.2%
10 CONSTRUCTORA NORBERTO ODEBRECHT S.A.	452,477	330,452	-27.0%

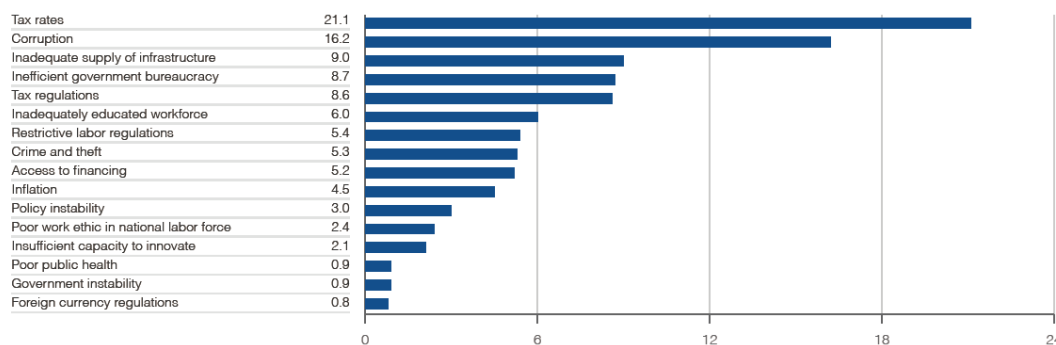
Fuente: valoración con datos de la Superintendencia de Sociedades (2016b).

En la actualidad, Colombia cuenta con un retraso considerable en materia de infraestructura, lo cual hace que esta ocupe el puesto 84, en los últimos años, en el reporte del World Economic Forum (Schwab, 2016). Lo anterior ha exigido que el país se fije metas más ambiciosas a largo plazo en su inversión anual en infraestructura, lo que posibilita acelerar el crecimiento, con mejores condiciones de competitividad, inversión y desarrollo. Como se observa en la gráfica 3, uno de los mayores problemas para hacer negocio en el país (Schwab, 2016) es la infraestructura de Colombia, la cual solo es superada por los impuestos y la corrupción, siendo esta última la que más afecta.

Gráfica 3. Principales problemas para hacer negocios en Colombia

Most problematic factors for doing business

Source: World Economic Forum, Executive Opinion Survey 2016



Note: From the list of factors, respondents to the World Economic Forum's Executive Opinion Survey were asked to select the five most problematic factors for doing business in their country and to rank them between 1 (most problematic) and 5. The score corresponds to the responses weighted according to their rankings.

Fuente: Schwab (2016).

Aunque en algunos aspectos se ha mejorado la infraestructura, como se presenta en la tabla 7, la calidad de las carreteras e infraestructura ferroviaria son las más bajas de las comparadas para el país, respecto a una muestra de 144 países entre los cuales se encuentran varios de la región.

Tabla 7. Calidad de varios sectores de la infraestructura en Colombia

2nd Pilar: Infraestructura		2014 - 2015	2016 - 2017	Dif.
2.01	Calidad de la infraestructura general	84	84	0.00%
2.02	Calidad de las carreteras	108	113	4.63%
2.03	Calidad de la infraestructura ferroviaria	126	120	-4.76%
2.04	Calidad de la infraestructura portuaria	102	104	1.96%
2.05	Calidad de la infraestructura del transporte aéreo	90	83	-7.78%
2.06	Asiento de la aerolínea disponible kilómetros millones / semana	78	76	-2.56%
2.07	Calidad de suministro de electricidad	39	35	-10.26%
2.08	Suscripciones de telefonía celular móvil / 100 pop.	60	70	16.67%
2.09	Líneas de teléfono fijo / 100 pop.	87	70	-19.54%
		77	71	-7.79%

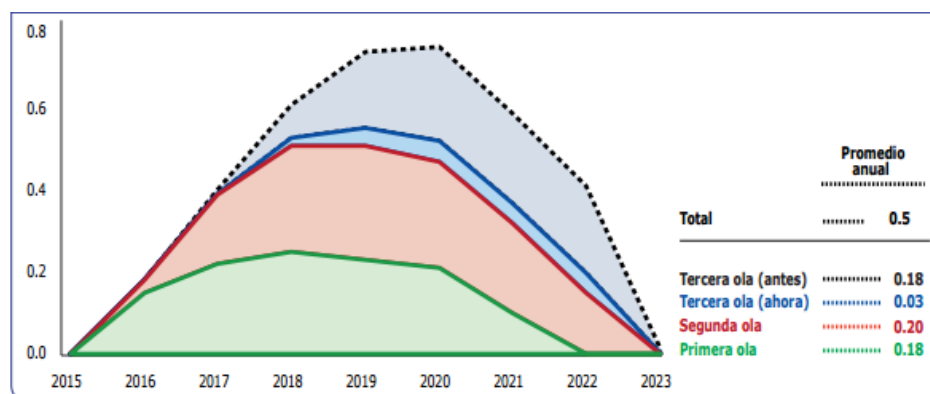
Fuente: equipo de valoración, datos de Schwab (2016).

Para mejorar estas condiciones y disminuir el rezago que mantiene el país en este tema, la inversión requerida en infraestructura anual debería ser del 6% del PIB, como lo sugieren entes internacionales (Yepes, 2003), o por lo menos de 5.39% del PIB, como lo concluyen investigadores nacionales, lo cual contemplaría un 3.84% del PIB a nivel nacional y 1.56% del PIB a nivel urbano (Yepes, 2014). Pero la realidad habla que en la última década la inversión promedio tan solo fue del 3.2% del PIB, lo que es insuficiente y antes ha ayudado a aumentar la brecha existente.

Por todo lo anterior, el gobierno nacional ha buscado la forma con la cual hacerle frente a tan serios problemas y mejorar la inversión en infraestructura (Clavijo, 2014). Entre las medidas tomadas para controlar, regular y apalancar este sector se encuentran:

1. La creación del Viceministerio de Infraestructura, la Agencia Nacional de Infraestructura (ANI) y la Financiera de Desarrollo Nacional (FDN).
2. Asociaciones Público-Privadas (APP). “Por la cual se establece el régimen jurídico de las Asociaciones Público Privadas, se dictan normas orgánicas de presupuesto y se dictan otras disposiciones” (República de Colombia, 2012).
3. Estudios de factibilidad (fase II) previos a la licitación.
4. Ley de infraestructura, “por la cual se adoptan medidas y disposiciones para los proyectos de infraestructura de transporte y se conceden facultades extraordinarias” (República de Colombia, 2013).
5. Mejoramiento de los procesos de licencias ambientales. “Por el cual se reglamenta el Título VIII de la Ley 99 de 1993 sobre licencias ambientales”.

Adicionalmente, se ha puesto en marcha uno de los proyectos más ambiciosos de infraestructura vial, que ha sido de amplia difusión en todos los medios de comunicación y fuente de innumerables críticas y debates por la venta de uno de los activos más apreciados de la nación: Isagen, con la que se busca financiar parte de las inversiones requeridas; este proyecto son las concesiones viales de cuarta generación, o como comúnmente se les denomina las 4G, que permitirán una mayor interconectividad terrestre mejorando los tiempos, costos de transporte y seguridad vial, entre otros. Con lo anterior, el gobierno estima aumentar el crecimiento del país a los niveles anteriormente presentados entre el 5% y el 6%. La gráfica 4, extraída del informe ANIF de marzo 1 de 2016 (Clavijo, 2016), presenta el efecto de las 4G sobre el crecimiento del PIB-real, en el periodo comprendido entre 2015-2023, con las tres olas de inversión, programadas por el gobierno nacional. Se puede apreciar que el promedio de aporte anual sobre el PIB-real de la sumatoria de las diferentes olas sería del 0.5%.

Gráfica 4. Efecto de las concesiones 4G sobre el crecimiento del PIB-real (%)

Fuente: cálculos Anif con base en ANI, Corficolombiana, Banco de Bogotá y Asobancaria.

Fuente: Clavijo (2016).

Los montos a invertir en las 4G en la próxima década son alrededor de 50 billones de pesos que, junto a las vías que actualmente se desarrollan con las Asociaciones Público Privadas (APP), sumarían otros 10 billones de pesos, abriendo una gran oportunidad de negocio de empresa tanto nacional como internacional, con experiencia en este tipo de licitaciones y con la capacidad y la logística en querer participar con una proyección a largo plazo con alto potencial de crecimiento.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Fundada en 1979, en Medellín, Colombia, como una empresa de ingeniería en infraestructura, Construcciones El Cóndor ha sumado una larga trayectoria en el sector que le ha permitido acumular una amplia experiencia en proyectos de construcción de vías, túneles, viaductos, puentes, presas, oleoductos, obras en concreto, minería, explotación a cielo abierto, movimiento de tierra y roca y sistemas de transporte. Adicionalmente, también cuenta con experiencia en inversión en proyectos de concesiones viales, concesiones de servicios públicos, concesiones portuarias, proyectos de generación energética, inversiones en empresas afines al sector infraestructura y concesiones mineras (Construcciones El Cóndor, 2015a).

Entre las etapas más importantes de la empresa, desde su fundación, se pueden destacar:

- En 1984 realizó la primera obra nacional: Neiva – San Vicente del Caguán.
- En 1992 hizo parte del nacimiento de la empresa Odinsa S.A. Empresa formada para hacer frente a la apertura económica de los noventa por parte de empresas como: Grupo Argos, Construcciones El Cóndor, Fondo de Pensiones Obligatorias Colfondos moderado, entre otras, destinadas a la estructuración, gestión y desarrollo de proyectos de infraestructura (ODINSA, 2017).
- En 1994 realizó su primera concesión, autopista de los Llanos.
- En el 2008 realizó la fusión por absorción de su grupo de inversiones, Grupo Cóndor Inversiones S.A.

- En el 2005 le es adjudicado a ODINSA la concesión para la administración, operación, explotación comercial, mantenimiento, modernización y expansión del Aeropuerto Internacional El Dorado de Bogotá.
- En el 2004 realizó la escisión del portafolio de inversiones para la creación del Grupo Cóndor Inversores S.A.
- En el 2001 realizó su primer relevo generacional. La dirección es entregada por los socios fundadores (Quintero y Barriga, 2014).
- En el 2010 le es adjudicada la Transversal de las Américas.
- En el 2012 realizó la emisión de acciones en la Bolsa de Valores de Colombia.
- En el 2015 ingresó como accionista a la Concesión Pacífico 3 con el 48% y le fueron adjudicadas 4 APP de iniciativa privada.
- Para el 2016 empezó a ejecutar el backlog logrado en el 2015, el cual ha sido el mayor desde su creación.
- Para el 2017 espera ejecutar entre el 25% y 30% del backlog con el que cerró en el 2016 (Construcciones El Cóndor, 2016a).

Tabla 8. Análisis FODA: Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas

FORTALEZAS	OPORTUNIDADES
<ul style="list-style-type: none"> • Más de 37 años de experiencia en el sector de infraestructura en construcción e inversiones. • Capacitada técnicamente con una de las mayores flotas de maquinaria en Colombia. • Se encuentra entre las siete mejores empresas para trabajar en Colombia según el Great Place to Work. • Con el backlog acumulado le permite contar con una estabilidad a corto plazo. • Del backlog obtenido las inversiones en infraestructura les permite contar con una estabilidad en el largo plazo no dependiendo solo de la construcción. • Segunda empresa con la mayor cantidad de activos y tercera con el mayor patrimonio en el sector de construcción de infraestructura. • Inversionista en empresas afines en el sector de construcción de infraestructura. 	<ul style="list-style-type: none"> • Backlog por ejecutar para los próximos años. • Para el 2023 Construcciones El Cóndor estima contar con unos ingresos equivalentes a \$2 billones COP. • Incursión en mercados más maduros como el de Estados Unidos, lo cual le aportará a la meta de ingresos. • La amplia flota de equipos propios con la que cuenta la empresa le permite atender varios frentes de trabajo simultáneamente. • Participación activa en las APP y las 4G.
DEBILIDADES	AMENAZAS

<ul style="list-style-type: none"> • Rotación de personal y dificultad para conseguir personal calificado en diferentes zonas, para la ejecución de los proyectos. • Errores humanos que radiquen en garantías, sobrecostos o sanciones a futuro. • Sector de la economía muy aporreado por la corrupción. • Demoras en la compra de previos y negociación con comunidades. • Incertidumbre en los plazos de ejecución de los proyectos debido a factores externos ya sean ambientales, arqueológicos, sociales, políticos, climáticos, etc. • Prevención de accidentes de trabajo y enfermedades laborales. 	<ul style="list-style-type: none"> • La corrupción en Colombia y la delicada crisis que afecta el sector por casos de empresas como el de Odebrecht. • La dificultada en la instalación de peajes y compra de predios que puedan volver las obras inviables o alargar los periodos de ejecución. • Riesgos asociados a la violencia en zonas de difícil acceso o con problemas públicos graves. • Ambientales por incumplimiento de normas o afectación a comunidades. • Climáticos que generen retrasos en la ejecución de actividades o generen riesgos o daños por la inestabilidad del terreno. • Fallas geológicas y composición del terreno.
--	--

Fuente: valoración con información de informe de gestión de Construcciones El Cóndor (2016a).

Como ya se ha mencionado, las dos principales líneas de negocios de Construcciones El Cóndor se encuentran en la construcción y las inversiones en proyectos de infraestructura en toda Colombia, en donde la empresa espera ser líder; actualmente, a mediano y largo plazo, busca consolidarse en el mercado americano. Entre estas dos líneas de negocio sus servicios principales son:

Tabla 9. Principales servicios

Construcción	Inversiones
<ul style="list-style-type: none"> • Vías • Túneles • Puentes • Presas • Viaductos • Obras en concreto • Minería • Explotación a cielo abierto • Movimiento de tierras y roca • Sistemas de transporte 	<ul style="list-style-type: none"> • Concesiones viales • Concesiones de servicios públicos • Concesiones aeroportuarias • Proyectos de generación eléctrica • Inversión en empresas afines al sector de infraestructura • Concesiones mineras

Fuente: valoración con información de informe de gestión Construcciones El Cóndor (2016a).

Construcciones El Cóndor tiene como meta ser, para el año 2023, una empresa con ingresos equivalentes a \$2 billones COP, para lo cual su crecimiento sostenido a nivel nacional y la incursión en el mercado americano jugarán un factor importante en la consecución de los mismos. Todo lo anterior estará soportado por cinco pilares, los cuales son: economía, estructura patrimonial, productividad, desarrollo del talento humano e innovación y sostenibilidad (Construcciones El Cóndor, 2016a).

Entre las obras más destacadas realizadas en el 2015 se pueden encontrar (Construcciones El Cóndor, 2015a):

- Concesión Transmilenio NQS Tramo II y III, con una participación del 49,98%, realizaron la concesión para la construcción y mantenimiento de un tramo del Transmilenio NQS Tramo III en la ciudad de Bogotá. 20004-2011.
- Concesión red vial del Cesar, con una participación del 94,89%, para la rehabilitación y mantenimiento de la vía La Jagua-Codazzi-La Paz y Gloria-La Mata. 1999-2011.
- Reparación y construcción de pavimentos en varios sitios del Valle de Aburrá por aproximadamente 5,000m³.
- Rehabilitación de las vías de Villavicencio-Puerto López y Villavicencio-Cumarál con una longitud de 50 km y aproximadamente 25,300 m³ de carpeta asfáltica.
- La construcción de las vías de acceso a las obras Porce 3, con una longitud 20 km, aproximadamente 10,600 m³ de carpeta asfáltica y 14,127 m³ de concretos hidráulicos. 2004-2006.
- La construcción del ramal de conexión entre los Loops de las empresas CI Carbones del Caribe y la Compañía de Carbones del Cesar S.A. y la vía férrea de Fenoco.
- Construcción del túnel Buenavista, con una longitud de 4.6 km. 1997-2002.
- Adecuación de la troncal NQS sector sur, la cual incluyó 36,000 m³ de concreto rígido, 6 puentes peatonales, 4 puentes para un total de 400 ml, concreto asfáltico 7,500 m³ y 170,000 m² de concretos para espacios públicos. 2004-2006.
- Adecuación de la troncal NQS tramo III y II sector sur, la cual incluyó 61,000 m³ de concreto rígido, 10 puentes peatonales, 5 paraderos metálicos, 5 puentes para un total de 425 ml, concreto asfáltico 17,500 m³ y 230,000 m² de concretos para espacios públicos. 2004-2006.
- Mejoramiento y mantenimiento de la carretera Totoró-Inzá-La Plata sector Totoró-Gabriel López, con una longitud de 8 km en donde se incluyeron 1,473 m³ de carpeta asfáltica y 1,200 m³ de concretos.
- Conservación y mantenimiento integral de la carretera Santa Fe de Antioquia-El Chino, con una longitud de 115 km, incluyó 15,595 m³ de concreto asfáltico.
- Pavimentación y repavimentación de tramos de las vías, tramo II San José-Ye de Arjona, con una longitud de 12 km que pertenecen al corredor.

De otra parte, las obras más importantes en ejecución se encuentran (Construcciones El Cóndor, 2016a):

- Concesión la Pintada S.A.S., Antioquia, con una participación del 21.15%.
- APP Malla vial del Meta (2015), con un valor de 3 billones de pesos. Construcciones El Cóndor tiene una participación en el consorcio del 11% para desarrollar esta importante obra de infraestructura en un periodo de 30 años.
- Concesión Pacífico 3 (2014), con un valor de \$1.8 billones de pesos. Construcciones El Cóndor tiene una participación en el consorcio, encargado de su construcción, del 48% para desarrollar la obra en 5 años a partir de la fecha del acta de inicio.
- Concesión Vía de las Américas S.A.S. zona norte de Colombia con una participación del 66.67%.
- Concesión Túnel Aburra Oriente S.A.S. - Antioquia con una participación del 12.5%.

- APP. Iniciativas privadas Concesión Cesar-Guajira S.A.S. con una participación del 100% por un valor de \$1,14 billones COP.
- APP. Iniciativa privada Concesión Vial de los Llanos S.A.S. con una participación del 11% y un valor estimado de 3.2 billones COP. Capex 1.2 billones de 2013.
- APP. Iniciativa privada Concesión Ruta al Mar S.A.S. con una participación del 100% y un valor estimado de \$2.75 billones COP. Capex 0.939 billones de 2014.
- APP. Iniciativa privada Concesión Vías del Nus S.A.S. con una participación del 21% y un valor estimado de \$2.49 billones COP de diciembre de 2014.
- Concesión Aburrá Norte S.A.S.-Antioquia (Hatovial S.A.S.), con una duración de 1997 a 2020, Construcciones El Cóndor cuenta con una participación del 21.1% para el desarrollo vial del Aburra Norte-Niquía-Hatillo-Barbosa-Cisneros y Hatillo-Don Matías.

En el momento la empresa se está concentrando en la ejecución del backlog actual y se están revisando los proyectos nuevos, ya sean públicos o privados, que no requieran equity.

En el último informe reportado por la Superintendencia de Sociedades (2016b) se logra apreciar que Construcciones El Cóndor ocupa el segundo lugar, por valor de activos, solo superado por Concreto. Del compendio de empresas que reportaron ante la Superintendencia se extraen las diez principales en valor de activos, las cuales pueden ser competencia directa de Construcciones El Cóndor (Tabla 10).

Tabla 10. Principales empresas por activos a 2015, sector de infraestructura

Razón social	Total activos		Var (%)
	2,014	2,015	
1 CONCRETO S.A.	2,430,083	2,738,720	12.7%
2 CONSTRUCCIONES EL CÓNDOR S.A.	1,171,120	1,503,533	28.4%
3 CSS CONSTRUCTORES S.A.	1,491,065	1,249,201	-16.2%
4 CONSTRUCTORA COLPATRIA S.A.	920,300	1,245,309	35.3%
5 ORGANIZACION DE INGENIERIA INTERNACIONAL S.A.	1,015,164	1,193,412	17.6%
6 MINCIVIL S.A.	822,617	1,036,229	26.0%
7 PAVIMENTOS COLOMBIA S.A.S.	855,988	1,010,699	18.1%
8 ARQUITECTURA Y CONCRETO S.A.S.	554,897	753,945	35.9%
9 VALORES Y CONTRATOS S.A. VALORCON S.A.	702,099	691,329	-1.5%
10 CONSTRUCTORA LAS GALIAS S.A.	450,293	677,080	50.4%

Fuente: valoración con datos de la Superintendencia de Sociedades.

De otro lado, con la incursión de Construcciones El Cóndor en el mercado norteamericano se abre un nuevo abanico de competidores y de oportunidades. La empresa espera que esta línea del negocio le reporte el 25% de los ingresos totales acordes con la mega corporativa.

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

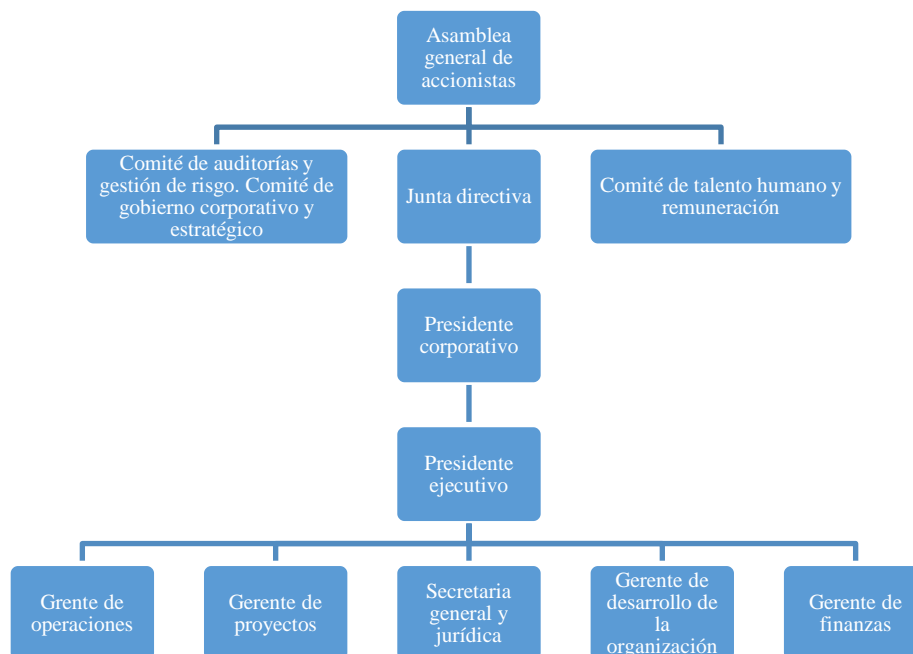
Estructura empresarial

Construcciones El Cóndor cuenta con los siguientes órganos que son los encargados de llevar a la empresa por los lineamientos establecidos en su gobierno corporativo. Estos

son, asamblea general de accionistas, junta directiva, presidencia corporativa, presidencia ejecutiva, grupo empresarial y sociedades subordinadas

La estructura de gobierno se presenta a continuación.

Gráfica 5. Organigrama de la empresa Construcciones El Cóndor



Fuente: valoración con información de Construcciones El Cóndor.

La junta directiva se encuentra conformada por:

Tabla 11. Miembros de la junta directiva

Nombre	Profesión	Miembro
Juan Felipe Gaviria Gutiérrez	Ing. Civil y Matemático	Independiente
Claudia Echavarría Uribe	Gerente de Asuntos Corporativos y Secretaría General Almacenes Éxito S.A.	Independiente
José Jairo Correa Gómez	Socio fundador Construcciones El Cóndor S.A.	Patrimonial
Oscar Antonio Echeverri Restrepo	Ingeniero Químico	Independiente
Luis Fernando Pérez Cardona	Economista	Independiente
Alejandro Correa Restrepo	Gerente de Finanzas Corporativas Construcciones El Cóndor S.A.	Patrimonial
Jairo González Gómez	Vicepresidente Secretario General Grupo Nutresa S.A.	Independiente

Fuente: valoración con información de Construcciones El Cóndor.

Los cargos principales con los que cuenta la empresa se encuentran ocupados por personas con gran experiencia y conocimiento de cada una de las dependencias.

Tabla 12. Principales cargos directivos

Cargo	Nombre	Años de experiencia
Presidente corporativo	Luz Marina Correa	30
Presidente ejecutiva	Ana María Jaillier	28
Gerente de operaciones	Adriana Gallego	23
Gerente de proyecto	Alberto Arango	28
Secretaria general y jurídica	Isabel Cristina Vásquez	23
Gerente de desarrollo de la organización	Sergio Pérez	35
Gerente de finanzas corporativas	Alejandro Correa	15

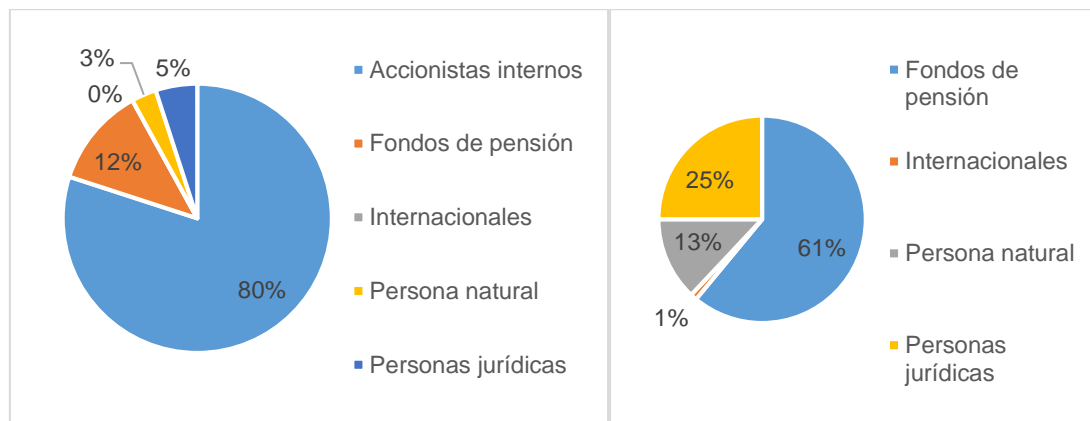
Fuente: valoración con información de Construcciones El Cóndor.

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

La acción ELCONDOR se transa en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) desde abril de 2012. Al cierre de 2016 presentó una capitalización bursátil de \$660,551 millones COP generando un rendimiento del dividendo del 4,2%, el cual, comparado con otras empresas, no es muy alto entendiendo la política de crecimiento que tiene la empresa en el largo plazo. Por lo anterior, gran parte de las utilidades son capitalizadas buscando el crecimiento de la empresa.

La asamblea de accionistas está conformada por un 80% familiar y un 20% de otros externos con un número total de 602 accionistas. A diciembre de 2016 la composición accionaria estaba distribuida de la siguiente forma:

Gráfica 6. Composición accionaria (izquierda) y distribución del flotante (20%) (derecha) a diciembre de 2016



Fuente: valoración con información de Construcciones El Cóndor.

Desde su incursión en la BVC, en el 2012, la empresa ha repartido los siguientes dividendos.

Tabla 13. Política de pago de dividendos desde 2012

Dividendos	Fecha decreto	Valor dividendo por acción	Fecha de pago trimestral		
2012	Marzo 21	\$21.76	20-04-2012	10-10-2012	10-01-2013
2013	Marzo 22	\$24.4	10-07-2013	10-10-2013	11-01-2014
2014	Marzo 27	\$33	11-04-2014	18-07-2014	18-11-2014
2015	Marzo 27	\$36	15-04-2015	17-07-2015	20-11-2015
2016	Marzo 31	\$48	15-04-2016	15-07-2016	18-11-2016

Fuente: valoración con datos de Construcciones El Cóndor.

RIESGOS DE INVERSIÓN

Con el fin de disminuir, evitar o mitigar los riesgos financieros asociados al tipo de negocio de Construcciones El Cóndor la empresa cuenta con un grupo primario de contraloría, el cual se encarga de verificar que estos riesgos sí estén acordes a las políticas y procedimientos corporativos.

Entre los principales riesgos están:

Riesgos de mercado

Se entiende por este a los cambios en los precios debido a las fluctuaciones del mercado, el cual a su vez incorpora los riesgos de tasas de interés, riesgo de tasas de cambio y riesgos de precios. El primero está asociado principalmente a la situación del país y las políticas que lleve a cabo el Banco de la República de Colombia; en épocas contractivas las tasas de interés tienden a subir generando que la rentabilidad de los proyectos disminuya. Para el caso de las tasas de cambio esta puede ser determinante en la adquisición o reposición de algunas materias primas, equipos, créditos en el exterior, entre otros. Adicionalmente, con la incursión en el mercado de Estados Unidos este puede ser un factor de apalancamiento o afectación a la operación. Los precios asociados a los proveedores u otros se pueden ver también afectados por los dos riesgos anteriores generando sobrecostos en un momento dado. Por todo lo anterior, El Cóndor realiza periódicamente un análisis de sensibilidad a fin de medir las diferentes variables, cómo se ven afectadas las unas a las otras y cuál sería el impacto en el capex de la empresa.

Como fuentes de riesgo la empresa tiene identificadas:

- La relación comercial y legal, que tenga o pueda llegar a tener con terceros tales como clientes, proveedores, subcontratistas.
- Entorno social de las zonas de influencia donde la compañía hace presencia.

- Factores humanos, de personal interno o externo, que puedan afectar el desempeño por errores, disturbios, huelgas, sabotaje, terrorismo, fraudes, etc.
- Acciones u omisiones de las directivas.

Relacionamiento y formas de mitigación:

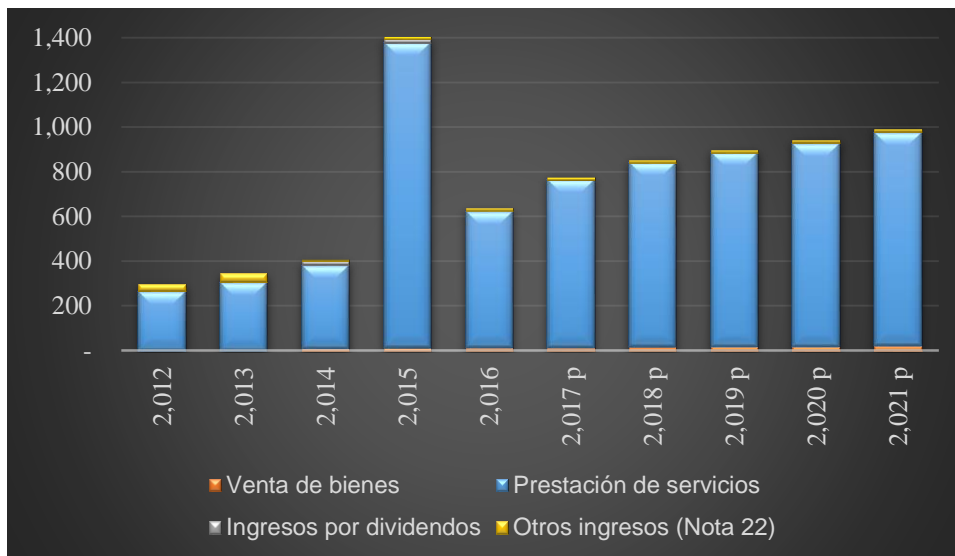
- Clientes: elaboración de contratos y sus respectivos anexos, correspondencia, reuniones y comités.
- Colaboradores: se evalúa el clima laboral y desempeño, se realizan encuestas (great place to work), se capacita permanentemente, se realizan auditorías y se verifican las listas de chequeo.
- Proveedores: se realiza la evaluación de proveedores verificando el cumplimiento normativo y que el desempeño final de productos y servicios se encuentren dentro de los estándares de calidad, minimizando los riesgos a las personas e impactos ambientales.
- Comunidades: realización de actas de vecindad antes del inicio de los proyectos, reuniones informativas y de socialización de los proyectos, atención de quejas, reclamos y sugerencias. Todo lo anterior bajo el Plan de Responsabilidad Ambiental y Social PRAS.
- Autoridades: solicitud de permisos y licencias, correspondencia y visitas; cumplimientos de normatividad vigente.
- Accionistas: se mantiene una relación cercana y constante con accionistas mayoritarios, se cuenta con una oficina de atención al inversionista y se mantienen informados por medio de informes IR.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

Ingresos operacionales

En los ingresos operacionales se tuvieron en cuenta los ingresos históricos de las actividades ordinarias por venta de bienes, prestación de servicios de construcción, ingresos por inversiones y otros ingresos debidos al reintegro de costos, pago de indemnizaciones o incapacidades, ingresos de ejercicios anteriores, entre otros. Adicionalmente, para las proyecciones se consideró la ejecución estimada del backlog respecto al valor con el que se cerró en 2016.

Gráfica 7. Ingresos operacionales en miles de millones COP vs años

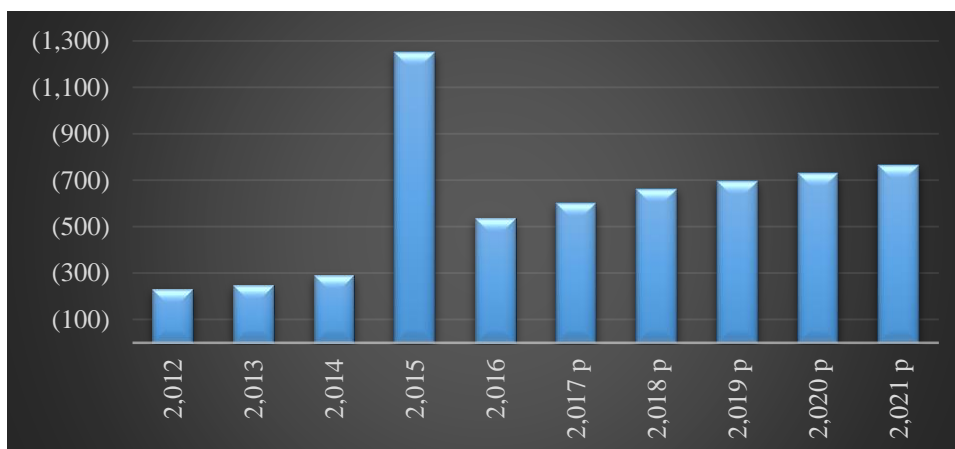


Fuente: valoración con datos de Construcciones El Cóndor.

Costos operacionales

Los márgenes de los costos de operación para este tipo de empresa se basaron en los valores promedios históricos y se proyectaron respecto a las ventas.

Gráfica 8. Costos operacionales en miles de millones COP vs años

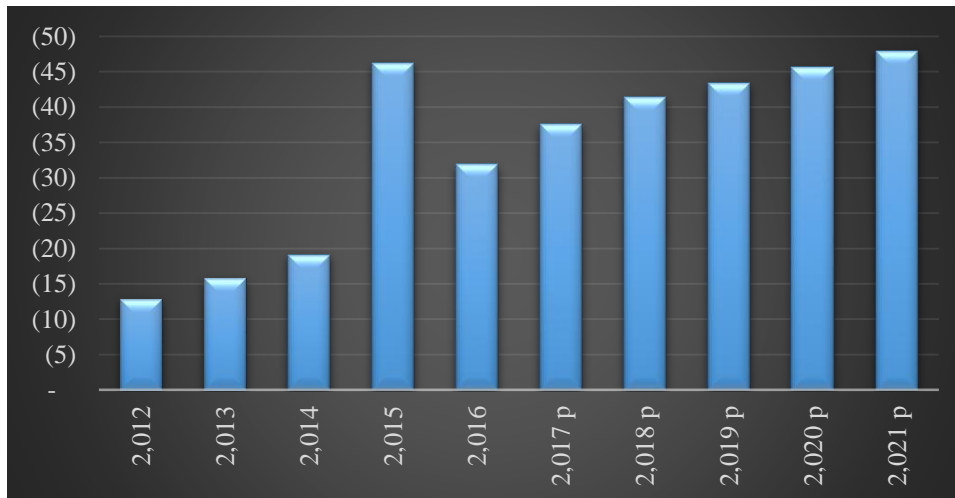


Fuente: valoración con datos de Construcciones El Cóndor.

Gastos de venta

Por otra parte, los gastos de venta se promediaron los años anteriores respecto a los ingresos por servicios de construcción; se mantuvo la misma tendencia para los años proyectados.

Gráfica 9. Gasto de ventas en miles de millones COP vs años

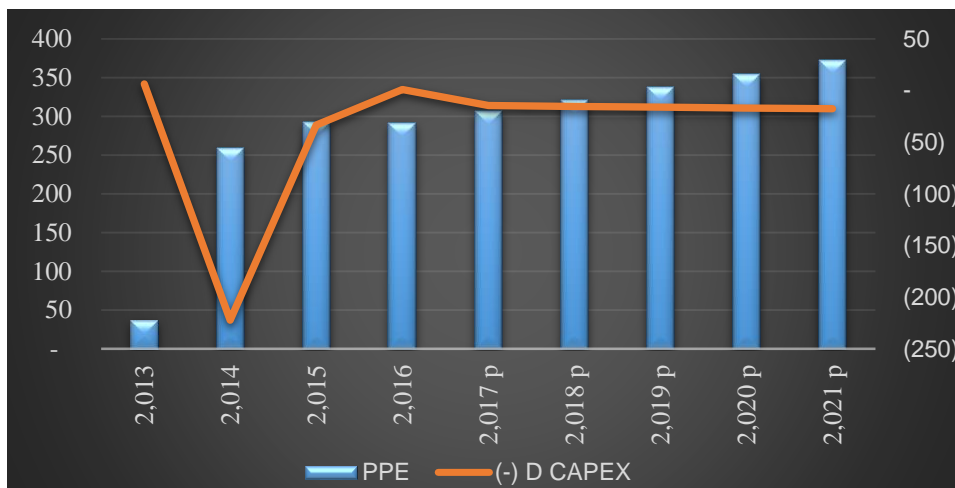


Fuente: valoración con datos de Construcciones El Cóndor.

Capex y activos fijos

El crecimiento proyectado del capex para los próximos años es 1.5% por encima de la inflación, lo cual es bajo dado que la empresa, los años anteriores, prepara toda su propiedad, planta y equipo para hacer frente al backlog ganado y por ejecutar. La gráfica siguiente muestra la variación tan alta de 2013 a 2014. Para los años proyectados la tendencia es muy leve.

Gráfica 10. PPE vs. Δ capex en miles de millones COP vs años

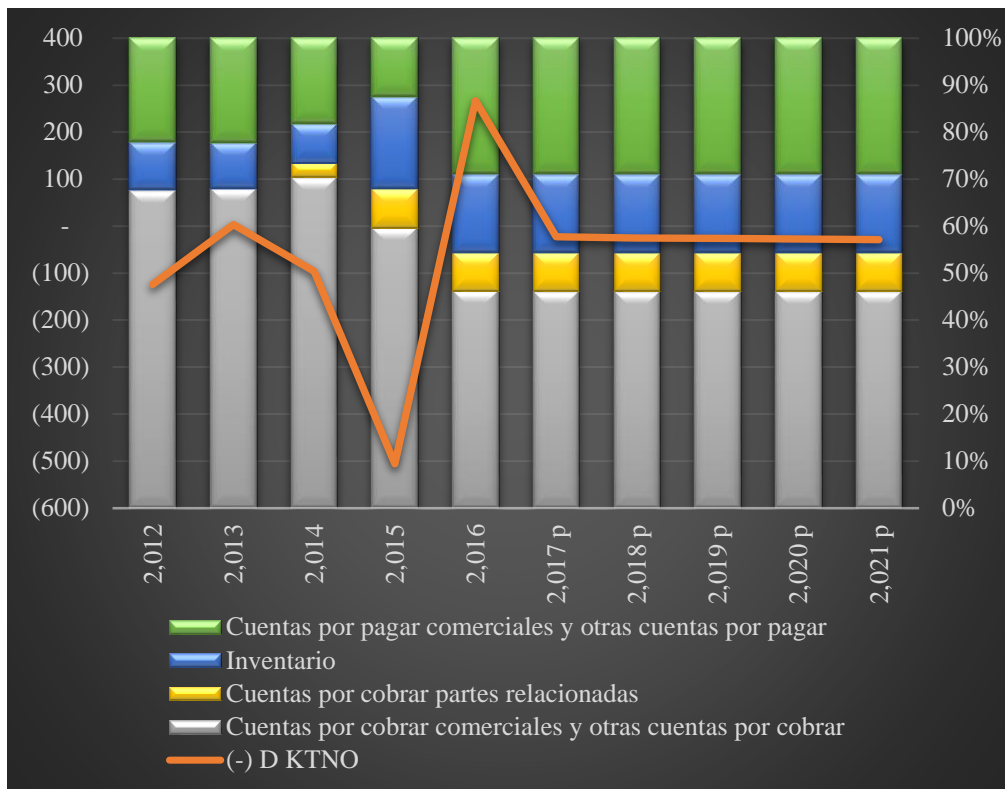


Fuente: valoración con datos de Construcciones El Cóndor.

Capital de trabajo neto operativo (KTNO)

Al igual que con el capex, el capital de trabajo neto operativo se trabajó con los mismos supuestos teniendo una leve tendencia de crecimiento, casi la misma variación de la inflación para los próximos años

Gráfica 11. KTNO vs. Δ KTNO en miles de millones COP por año



Fuente: valoración con datos de Construcciones El Cóndor.

Hipótesis financieras

Se conservó la estructura financiera alcanzada en el 2016 con un casi 33% de pasivo financiero, el cual está compuesto un 80% por deudas de corto plazo y un 20% a largo plazo. El ratio D/E se conservó para los periodos proyectados con la misma estructura de 2016 en 0.83.

Para el caso de la tasa impositiva para el país se asumió la última reforma tributaria, la cual dejó el 40% para el 2017 y debería rebajar para los años siguientes hasta alcanzar un 33% en el 2019.

Tabla 14. Hipótesis financieras, distribución de la deuda a corto y largo plazo

	2,015	2,016	2,017 p	2,018 p	2,019 p	2,020 p	2,021 p
Endeudamiento financiero	35.99%	32.89%	32.99%	32.99%	32.99%	32.99%	32.99%
Concentración a corto plazo	53.44%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%
Concentración a largo plazo	46.56%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
D/E	0.88	0.82	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83
Tasa de imp. Colombia	39%	40%	40%	37%	33%	33%	33%

Fuente: valoración con información de los estados financieros consolidados de Construcciones El Cóndor y PWC Servicios Legales y Tributarios (2017).

REFERENCIAS

- Banco de la República de Colombia (2017). *Boletín de indicadores económicos*. Bogotá: Banco de la Republica de Colombia.
- Bloomberg (2017). Recuperado de <https://www.bloomberg.com>
- Bolsa de Valores de Colombia (2017). Mercado de renta variable. Recuperado de <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/enlinea/acciones>
- Clavijo, S. (2014). *Concesiones de infraestructura de 4G: requerimientos de inversión y financiamiento público-privado*. Bogotá: ANIF.
- Clavijo, S. (2016). *Cuál será el impacto de las 4G sobre el PIB-real*. Bogotá: ANIF.
- Construcciones El Cóndor (2015a). Recuperado de www.elcondor.com.
- Construcciones El Cóndor (2015b). *Presentación inversionistas* [documento interno]. Medellín.
- Construcciones El Cóndor (2016a). *Informe de gestión sostenibilidad* [documento interno]. Medellín.
- Construcciones El Cóndor (2016b). *Presentación estados financieros. Cuarto trimestre 2016* [documento interno]. Medellín.
- Construcciones El Cóndor (2013-2016). *Estados financieros consolidados* [documento interno]. Medellín.
- Damodaran, A. (2017). Country default spreads and risk premiums. Recuperado de http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
- DANE (2017). Indicador de Inversión en Obras Civiles - IIOC. Recuperado de <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/construccion/indicador-de-inversion-en-obras-civiles>
- República de Colombia (2012). Ley 1508. Por la cual se establece el régimen jurídico de las asociaciones público privadas, se dictan normas orgánicas de presupuesto y se dictan otras disposiciones. Bogotá: Congreso de Colombia.
- República de Colombia (2013). Ley 1682. Por la cual se adoptan medidas y disposiciones para los proyectos de infraestructura de transporte y se conceden facultades extraordinarios. Bogotá: Congreso de Colombia.
- ODINSA (2017). Nuestra empresa. Recuperado de <https://www.odinsa.com/Nuestra-Empresa>
- PWC Servicios Legales y Tributarios (2017). Ley 1819 de 2016 - Reforma Tributaria. Recuperado de <https://www.pwcimpuestosonline.co/TLSTimes/Boletines/Reforma%20tributaria%202016.pdf>
- Quintero, A. M., y Barriga, J. D. (2014). Burkenroad Construcciones El Cóndor. Recuperado de <http://www.eafit.edu.co/escuelas/economiafinanzas/laboratorio-financiero/burkenroad/burkenroad2014/Reporte%20Burkenroad>
- Schwab, K. (2014). *The global competitiveness report*. Ginebra: World Economic Forum.
- Schwab, K. (2016). *The global competitiveness report 2016-2017*. Ginebra: World Economic Forum.
- Superintendencia de Sociedades (2016a). Desempeño del sector infraestructura de transporte 2012 a 2014. Recuperado de <http://www.supersociedades.gov.co/noticias/Documents/2015/EE3-%20Informe%20Inf.%20aestructura%20de%20Transporte-%202015%20VIII%202012.pdf>

- Superintendencia de Sociedades (2016b). Desempeño del sector infraestructura de transporte. Informe. Recuperado de <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=80420>
- The World Bank (2017). Indicadores del desarrollo mundial. Recuperado de <https://es.statista.com/estadisticas/598528/proyeccion-inflacion-en-ee-uu-2008-2020/datos-del-2016-2021>
- Yepes, T. (2003). *Investing in infrastructure what is needed from 2000 to 2010?* Washington: The World Bank.
- Yepes, T. (2014). *Inversión requerida para infraestructura en Colombia*. Medellín: Argos, CCI, Fedesarrollo.

Activos	2,012	2,013	2,014	2,015	2,016
Efectivo y equivalentes de efectivo	8,530	10,353	40,521	148,439	250,437
Inversiones corrientes	9,939	35,759	240,948	177,100	168,747
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar	175,447	172,243	261,884	589,788	519,816
Cuentas por cobrar partes relacionadas			11,576	81,797	92,331
Activos por impuestos corrientes			16,189	36,368	31,812
Inventario	26,324	24,888	30,919	193,615	187,994
Intangibles	293	17	-	156	316,
Gastos pagados por anticipado	10,396	5,727	7,722	5,564	4,005
Activos no corrientes mantenidos para la venta			2,843	3,124	2,481
Activo corriente	230,931	248,989	612,606,	1,235,955	1,257,942
Inversiones en instrumentos financieros	86,539	98,835	3,396	5,173	2,100,
Inversiones en asociadas y negocios conjuntos	105,658	143,942	46,917	110,126	93,519
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar	45,810	47,209	733	247	940
Cuentas por cobrar partes relacionadas			203,384	203,889	213,174
Propiedades, planta y equipo	43,030	36,645	259,080	292,635	291,502
Propiedades de inversión			1,396	828	988
Gastos pagados por anticipado	262	95	6,523	841	921
Activos intangibles distintos a plusvalía			5,229	67,798	147,993
Activos por impuestos diferidos			30,175	40,869,	43,735
Valoraciones	292,630	282,060			
Activo no corriente	573,930	608,788	556,838	722,411	794,877
Activo total	804,862	857,778	1,169,445	1,958,366	2,052,819
Pasivos					
Obligaciones financieras	18,651	11,081	152,156	272,465	520,656
Compañías de financiamiento ccial	15,109	11,904	13,808	18,989	19,835
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	57,399	56,213	67,205	122,098	324,155
Cuentas por pagar con partes relacionadas corrientes			-	-	-
Impuestos corrientes	2,519	2,288	773	7,194,	3,537
Obligaciones laborales	1,584	2,085	3,149	4,943	5,825
Otros pasivos	10,573	21,928	32,219	166,070	88,703
Anticipos y avances recibidos	19,594	13,186	12,235	18,717	17,564
Ingresos recibidos por anticipado	2,702		-	9,730	3,466
Pasivo corriente	128,134	118,688	281,546	620,210	983,744
Obligaciones financieras	21,831	29,450	41,748	304,266	28,000

Compañías de financiamiento cial	19,076	8,681	78,427	109,090	106,740
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	13,046	12,958	-	-	93
Cuentas por pagar con partes relacionadas			5,425	6,112	-
Otros pasivos	1,510		-	665	944
Anticipos y avances recibidos	235	35,373	32,526	26,391	17,455
Pasivos por impuestos diferidos			65,871	93,841	92,691
Pasivo no corriente	55,700	86,463	223,998	540,367,	245,924
Total pasivo	183,835	205,152	505,545	1,160,577	1,229,669
Interés minoritario	251	255			
Patrimonio					
Capital suscrito y pagado	15,701	15,701	15,701	15,701	15,701
Prima en emisión de acciones	159,711	159,711	159,711	159,711	159,711
Resultados del ejercicio	31,750	55,803,	55,005	148,621	185,924
Otro resultado integral			(13,027)	-	-
Utilidades retenidas			446,508	424,435	412,749
Patrimonio atribuible a los controladores	620,775	652,370	663,899	748,470	774,087
Participaciones no controladoras	-	-	-	49,318,826	49,063,212
Total patrimonio	620,775	652,370	663,899	797,789	823,150
Total pasivo y patrimonio	804,862	857,778	1,169,445	1,958,366	2,052,819

BALANCE PROYECTADO. Millones de Pesos ('000.000 COP)

Activos	2,017 p	2,018 p	2,019 p	2,020 p	2,021 p
Efectivo y equivalentes de efectivo	262,959	276,107	289,912	304,408	319,628
Inversiones corrientes	177,184	186,043	195,345	205,113	215,368
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar	545,807	573,097	601,752	631,840	663,432
Cuentas por cobrar partes relacionadas	96,947	101,795	106,884	112,229	117,840
Activos por impuestos corrientes	33,403	35,073	36,826	38,668	40,601
Inventario	197,394	207,264	217,627	228,508	239,934
Intangibles	331	348	365	384	403
Gastos pagados por anticipado	4,205	4,416	4,636	4,868	5,112
Activos no corrientes mantenidos para la venta	2,605	2,735	2,872	3,016	3,167
Activo corriente	1,320,839	1,386,881	1,456,225	1,529,037	1,605,488
Inversiones en instrumentos financieros	2,205	2,315	2,431	2,553	2,680
Inversiones en asociadas y negocios conjuntos	98,195	103,105	108,260	113,673	119,357
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar	987	1,037	1,089	1,143	1,200
Cuentas por cobrar partes relacionadas	223,833	235,025	246,776	259,115	272,071
Propiedades, planta y equipo	306,077	321,381	337,450	354,322	372,039
Propiedades de inversión	1,038	1,090	1,144	1,201	1,261
Gastos pagados por anticipado	967	1,015	1,066	1,120	1,176
Activos intangibles distintos a plusvalía	155,393	163,162	171,321	179,887	188,881
Activos por impuestos diferidos	45,922	48,218	50,629	53,160	55,818
Valoraciones					
Activo no corriente	834,621	876,352	920,169	966,178	1,014,487
Activo total	2,155,460	2,263,233	2,376,395	2,495,215	2,619,975
Pasivos					
Obligaciones financieras	548,250	575,663	604,446	634,669	666,402
Compañías de financiamiento ccial	20,88	21,930	23,027	24,178	25,387
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	341,335	358,402	376,322	395,138	414,895
Cuentas por pagar con partes relacionadas corrientes	-	-	-	-	-
Impuestos corrientes	3,724	3,910	4,106	4,311	4,527
Obligaciones laborales	6,134	6,441	6,763	7,101	7,456
Otros pasivos	93,405	98,075	102,979	108,128	113,534
Anticipos y avances recibidos	18,495	19,420	20,391	21,410	22,481
Ingresos recibidos por anticipado	3,650	3,833	4,024	4,22	4,437
Pasivo corriente	1,035,883	1,087,677	1,142,061	1,199,16	1,259,122
Obligaciones financieras	29,484	30,958	32,506	34,131	35,837

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

BALANCE PROYECTADO. Millones de Pesos ('000.000 COP)

Compañías de financiamiento cial	112,397	118,0177	123,918	130,114	136,619
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	98	102	108	113	119
Cuentas por pagar con partes relacionadas	-	-	-	-	-
Otros pasivos	994	1,044	1,096	1,151	1,208
Anticipos y avances recibidos	18,380	19,299	20,264	21,277	22,341
Pasivos por impuestos diferidos	97,604	102,484	107,608	112,989	118,638
Pasivo no corriente	258,958	271,906	285,501	299,776	314,765
Total pasivo	1,294,841	1,359,583,	1,427,562	1,498,941	1,573,888
Interés minoritario					
Patrimonio	24%	6%	6%	6%	6%
Capital suscrito y pagado	15,701	15,701	15,701	15,701	15,701
Prima en emisión de acciones	159,711	159,711	159,711	159,711	159,711
Resultados del ejercicio	113,582	124,927	131,731	138,930	146,551
Otro resultado integral	-	-	-	-	-
Utilidades retenidas	510,893	539,213	573,514	609,481	647,191
Patrimonio atribuible a los controladores	799,889	839,554	880,659	923,825	969,156
Participaciones no controladoras	60,729	64,095	68,173	72,448	76,931
Total patrimonio	860,619	903,650	948,832	996,274	1,046,087
Total pasivo y patrimonio	2,155,460	2,263,233	2,376,395	2,495,215	2,619,975

	2,012	2,013	2,014	2,015	2,016
Ingresos de actividades ordinarias					
Venta de bienes			7,699	10,887	12,281
Prestación de servicios	264,981	306,866	376,107	1,366,927	611,258
Ingresos por dividendos			16,114	16,517	328
Total ingresos de actividades ordinarias	264,981	306,866	399,921	1,394,332	623,868
Costos operacionales	(230,679)	(246,875)	(291,106)	(1,250,237)	(535,192)
Utilidad Bruta (UB)	34,302	59,991	108,815	144,094	88,676
Gastos de administración (Nota 21, p. 62)	(12,815)	(15,857)	(19,099)	(46,269)	(31,848)
Otros ingresos (Nota 22)	31,869	37,515	6,539	10,401	11,264
Otros gastos (Nota 23)	(6,144)	(2,819)	(9,025)	(2,611)	(8,484)
Otras ganancias o pérdidas (Nota 24)			(2,076)	78,651	143,275
Utilidad en venta de inversiones			-	80,071	144,833
Utilidad operacional (UAI)	47,211	78,830	85,154	184,266	202,883
Ingresos financieros (Nota 25)	9,160	2,606	2,150	66,014	85,253
Gastos financieros (Nota 26)	(16,239)	(6,621)	(13,648)	(94,194)	(130,515)
Ganancia (pérdida) método de participación (Nota 27)			2,326	3,021	36,846
Utilidad Antes de Impuestos (UAI)	40,132	74,815	75,983	159,108	194,468
Provisión para impuesto sobre la renta	(8,372)	(19,007)	(14,765)	(1,948)	(6,280)
Provisión para impuesto a la equidad (CREE)			(6,212)	(8,463)	(1,829)
Utilidad del Ejercicio (UN)	31,760	55,807	55,005	148,696	186,359

	2,017 p	2,018 p	2,019 p	2,020 p	2,021 p
Ingresos de actividades ordinarias					
Venta de bienes	13,509	14,860	16,347	17,981	19,779
Prestación de servicios	751,848	827,032	868,384	911,803	957,393
Ingresos por dividendos	345	362	380	399	419
Total ingresos de actividades ordinarias	765,702	842,256	885,111	930,184	977,593
Costos operacionales	(601,478)	(661,626)	(694,707)	(729,442)	(765,915)
Utilidad Bruta (UB)	164,224	180,629	190,404	200,741	211,678
Gastos de administración (Nota 21, p. 62)	(37,592)	(41,351)	(43,419)	(45,590)	(47,869)
Otros ingresos (Nota 22)	10,525	11,578	12,157	12,765	13,403
Otros gastos (Nota 23)	(9,774)	(10,751)	(11,288)	(11,853)	(12,446)
Otras ganancias o pérdidas (Nota 24)	(2,255)	(2,481)	(2,605)	(2,735)	(2,872)
Utilidad en venta de inversiones					
Utilidad operacional (UAI)	125,128	137,624	145,248	153,328	161,893
Ingresos financieros (Nota 25)	48,870	53,757	56,444	59,267	62,230
Gastos financieros (Nota 26)	(37,592)	(41,351)	(43,419)	(45,590)	(47,869)
Ganancia (pérdida) método de participación (Nota 27)	15,036	16,540	17,367	18,236	19,147
Utilidad Antes de Impuestos (UAI)	151,443	166,570	175,641	185,241	195,402
Provisión para impuesto sobre la renta	(37,860)	(41,642)	(43,910)	(46,310)	(48,850)
Provisión para impuesto a la equidad (CREE)	-	-	-	-	-
Utilidad del Ejercicio (UN)	113,582	124,927	131,731	138,930	146,551

	2,012	2,013	2,014	2,015	2,016
UO (EBIT)	47,211	78,830	85,154	184,266	202,883
Impuesto	34.00%	34.00%	34.00%	39.00%	40.00%
"(-) Impuesto"	(16,052)	(26,802)	(28,952)	(71,864)	(81,153)
UODI (NOPAT)	31,159	52,028	56,202	112,402	121,730
(+) DEPRECIACIONES	17,478	17,434	18,579	18,189	20,504
(+) AMORTIZACIONES	5,129	3,310	3,059	4,439	11,989
=Flujo de Caja Bruto (FCB)	53,767	72,772	77,841	135,031	154,224
KTNO	144,372	140,918	237,175	743,103	475,987
(-) Δ KTNO	(123,832)	3,453	(96,257)	(505,927)	267,116
=EGO (Efectivo que genera la operación)	(70,064)	76,226	(18,416)	(370,895)	421,340
PPE	43,030	36,645	259,080	292,635	291,502
(-) Δ CAPEX	(4,213)	6,385	(222,435)	(33,555)	1,133
Flujo de Caja Libre (FCL)	(74,277)	82,611	(240,851)	(404,451)	422,473
FCLD					
Crecimiento FCL		-211.22%	-391.55%	67.93%	-204.46%

	2,017 p	2,018 p	2,019 p	2,020 p	2,021 p
UO (EBIT)	125,128	137,624	145,248	153,328	161,893
Impuesto	40.00%	37.00%	33.00%	33.00%	33.00%
"(-) Impuesto"	(50,051)	(50,920)	(47,931)	(50,598)	(53,424)
UODI (NOPAT)	75,077	86,703	97,316	102,729	108,468
(+) DEPRECIACIONES	21,425	22,496	23,621	24,802	26,042
(+) AMORTIZACIONES	12,589	13,218	13,879	14,573	15,302
=Flujo de Caja Bruto (FCB)	109,091	122,418	134,817	142,105,	149,813
KTNO	498,813	523,754	549,942	577,439	606,311
(-) Δ KTNO	(22,826)	(24,940)	(26,187)	(27,497)	(28,871)
=EGO (Efectivo que genera la operación)	86,264	97,477	108,629,	114,608	120,941
PPE	306,077	321,381	337,450	354,322	372,039
(-) Δ CAPEX	(14,575)	(15,303)	(16,069)	(16,872)	(17,716)
Flujo de Caja Libre (FCL)	71,689	82,173	92,560	97,736	103,225
FCLD	65,348	68,573	69,756	67,177	65,435
Crecimiento FCL	-83.03%	14.62%	12.64%	5.59%	5.62%

Valoración de la empresa	
WACC promedio (2017 - 2021)	9.69%
Gradiente de continuidad (g)	3.50%
VPN del FCL	336,341
Valor residual	1,727,084
VPN residual	1,087,818
Valor de la operación	1,424,160
(+) Excedentes de liquidez	200,349
Valor de la empresa (activos)	1,624,510
(-) Pasivos financieros a dic 31 de 2016	(675,231)
Valor estimado del patrimonio (Equity)	949,278
Precio objetivo	\$ 1,653
Precio acción a dic 31 de 2016, COP	\$ 1,150
Núm. de acciones en circulación, en miles COP	574,366

ADVERTENCIA

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

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

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

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

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

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

<http://www.eafit.edu.co/Burkenroad>

<http://www.latinburkenroad.com/>

Sandra C. Gaitán Riaño

sgaitanr@eafit.edu.co

Directora de Investigación

Reportes Burkenroad Colombia

Departamento de Finanzas

Universidad EAFIT

Medellín – Colombia – Suramérica

Tel (57) (4) 2619500, extensión 9585